

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

JUILLET 2019

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Selon la Chambre immobilière du Grand Toronto, les ventes de logements ont augmenté de 10,4 % en juin par rapport à l'année précédente. Au cours de la même période, les nouvelles inscriptions ont fléchi légèrement de sorte que le prix de vente moyen des logements a crû de 3,0 % pour atteindre 832 703 \$. Au cours du premier semestre, les ventes ont augmenté de 8,5 % et les nouvelles inscriptions de 1,0 %, résultant en une hausse du prix moyen de 2,4 %, mais de 5 % pour les logements en copropriété.
- L'économie américaine a crû à un rythme annualisé de 2,1 % au second trimestre, une décélération par rapport aux trois premiers mois de l'année (3,1 %). Le conflit commercial avec la Chine et le ralentissement de la croissance économique mondiale ont plombé les exportations qui ont chuté de 5,1 %. Les entreprises ont aussi ralenti la croissance. Elles ont réduit leurs inventaires et les investissements en immobilisation (-10,5 %). En revanche, les dépenses des ménages se sont ressaisies, en hausse de 4,3 % contre 1,1 % pour le premier trimestre. La fin de la paralysie gouvernementale du début de l'année aurait contribué aux dépenses de consommation, mais aussi au rebond des dépenses du gouvernement (+5,0 %).
- Selon les données publiées par le CPB aux Pays-Bas, le volume du commerce international se dirige vers un troisième trimestre consécutif de repli, une première depuis la Grande crise financière de 2008-2009. Le conflit commercial entre la Chine et les États-Unis qui modifie les chaînes d'approvisionnement mondiales et les risques d'un Brexit dur depuis la nomination de Boris Johnson expliquent le repli du commerce.

ÉVOLUTION DES TAUX

- La Réserve fédérale a annoncé une baisse de son taux directeur de 0,25 % pour le porter à 2,25 % tout en indiquant qu'elle terminera la réduction de son bilan au mois d'août, soit deux mois à l'avance. Cette décision, une première depuis la crise de 2008, s'explique par la faiblesse de la conjoncture mondiale, les tensions commerciales ainsi que les pressions inflationnistes atténuées. En mentionnant que le moment et l'ampleur des ajustements futurs dépendront des conditions économiques réalisées et attendues, la Fed laisse la porte grande ouverte à une nouvelle baisse.
- Pour sa part, la Banque du Canada a maintenu son taux directeur à 1,75 % au terme de sa réunion de juillet. « Les données récentes montrent que la croissance de l'économie canadienne est en train de retourner à son potentiel. Cependant, les perspectives sont assombries par les tensions commerciales persistantes. Compte tenu de ces éléments, le degré de détente monétaire qu'offre le taux directeur actuel demeure approprié ». Les tensions commerciales et l'évolution des prix de l'énergie retiendront particulièrement l'attention de la Banque.

Voici une des raisons qui retiendra la Banque du Canada de stimuler davantage l'économie par une baisse du taux directeur. La robustesse du marché de l'emploi et la baisse des taux de plus long terme stimulent le marché immobilier que la Banque essaie de contenir depuis quelques années.



La publication des comptes nationaux illustre bien la situation économique. L'économie interne se porte bien, soutenue par un marché du travail solide. En revanche, la guerre commerciale de Trump a des conséquences sur les entreprises et les exportations. L'économie américaine repose sur des bases solides et Trump ne veut pas provoquer de récession avant les élections de 2020.

À moins d'une guerre ouverte entre la Chine et les États-Unis, le commerce international pourrait rebondir d'ici la fin de l'année. Des normes plus strictes en matière de carburants l'an prochain augmenteront les coûts du transport maritime. Les entreprises pourraient devancer leurs commandes pour éviter ces hausses.

La Réserve fédérale de Donald Trump a donc livré ce que tout le monde croyait, sauf pour le président américain qui désire toujours davantage. Peter Navarro, conseiller économique du président, a appelé la Fed récemment pour réclamer des baisses supplémentaires totalisant 1 % cette année. Définitivement, la Fed a perdu son indépendance politique.

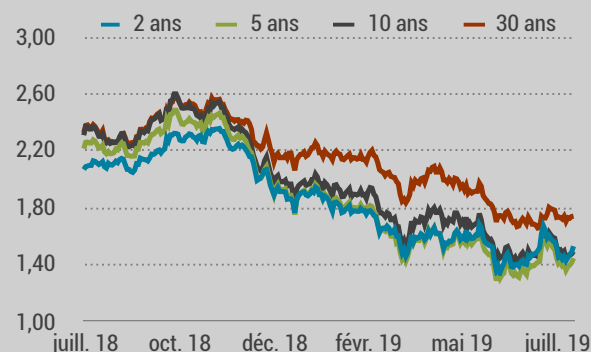
La Banque est aux prises avec deux forces opposées. D'un côté, la robustesse du marché du travail s'est traduite en hausse de 3,8 % des salaires sur un an en juin dernier. L'immobilier s'est aussi ressaisi. En revanche, les exportations représentent près de 40 % du PIB. Avant de suivre la Fed, l'économie canadienne devra afficher des signes internes de faiblesse.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2019		Variation mois	Variation 2019
31 juill. 2019						
Taux directeur	1,75 %	0,00 %	0,00 %	2,25 %	-0,25 %	-0,25 %
3 mois	1,65 %	-0,01 %	-0,00 %	2,06 %	-0,03 %	-0,29 %
2 ans	1,55 %	0,07 %	-0,32 %	1,87 %	0,12 %	-0,62 %
5 ans	1,45 %	0,06 %	-0,44 %	1,83 %	0,06 %	-0,68 %
10 ans	1,48 %	0,01 %	-0,49 %	2,01 %	0,01 %	-0,67 %
30 ans	1,70 %	0,01 %	-0,49 %	2,52 %	-0,00 %	-0,49 %
ORR 30 ans	0,32 %	0,00 %	-0,44 %			

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	2019	mois	2019	mois	2019
Banque Royale, dette recapitalisation interne	AA	90	125	165	-10	-45	-10	-35	-10	-35
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	130	175	215	-15	-55	-15	-45	-15	-45
Fortis Inc.	BBB high	90	130	185	-10	-50	-10	-55	-10	-50
Hydro One	A high	70	100	145	-5	-45	-10	-40	-5	-35
Enbridge Inc	BBB high	110	155	225	0	-50	-5	-55	-5	-50
Encana Corp	BBB	160	225	280	0	-45	0	-45	0	-45
GTAA	---	60	85	115	0	-25	0	-20	0	-25
Bell Canada	BBB high	100	145	210	-10	-55	-10	-55	-10	-50
Rogers Communications	BBB	95	140	205	-10	-55	-10	-55	-10	-55
Loblaw	BBB	105	150	210	-10	-60	-10	-65	-10	-60
Canadian Tire	BBB high	100	145	205	-10	-60	-10	-65	-10	-65
Province Québec	A high	43	65	76	0	-16	0	-19	0	-20
Province Ontario	AA low	44	68	79	-1	-19	-1	-21	-1	-22
SCHL	AAA	31	41	---	0	-12	1	-15		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 6,0 milliards \$ au mois de juillet, une baisse de 7,1 milliards \$ par rapport au mois précédent, mais 1,1 milliard \$ de plus qu'en juillet 2018. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires des sociétés s'est élevée à 54,4 milliards \$, soit 0,9 % de moins qu'à pareille date l'an dernier. Les grandes banques canadiennes ont dominé l'activité sur le marché primaire en juillet avec 3 émissions sur les 7 répertoriées totalisant 4,25 milliards \$. En juillet 2018, la liste des nouvelles émissions était beaucoup plus diversifiée avec 13 titres dont seulement 2 pour les grandes banques canadiennes totalisant 2 milliards \$.
- La note de crédit de SNC Lavalin a été abaissée d'un échelon par l'agence DBRS, passant de BBB à BBB(low), soit un cran au-dessus des obligations à rendement élevé. L'agence a également maintenu une perspective négative sur la note de la société d'ingénierie. Cette dégradation survient à la suite des résultats financiers décevants au second trimestre pour SNC qui réduiront les bénéfices prévus pour l'année et retarderont le redressement des ratios financiers de la société. De plus, « DBRS croit qu'il subsiste un risque d'affaires accentué entourant l'entreprise ainsi que de l'incertitude quant à savoir si le plan stratégique actuel sera réalisé comme prévu et sans volatilité financière majeure ». SNC a annoncé qu'elle se retirait des projets de contrat à prix fixe compte tenu des dépassements de coûts fréquents qui minent sa profitabilité.
- Moody's a abaissé la cote de la province de Terre-Neuve-et-Labrador de Aa3 à A1 et a également changé la perspective de négative à stable. Cette révision à la baisse s'explique par le niveau élevé de la dette et du fardeau des intérêts de la province ainsi que par les attentes de l'agence de notation à l'égard de la persistance de déficits consolidés importants au cours des deux prochaines années. Moody's souligne également que « la trajectoire budgétaire de la province repose sur une baisse des dépenses de 7,3 % entre 2019/20 et 2022/23, ce qui est un objectif très ambitieux pour une province canadienne ». Moody's craint aussi que la province doive éventuellement pallier les difficultés financières de Nalcor Energy, une société de propriété exclusive de la province qui a pour mission de gérer ses ressources énergétiques.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	juill.-19	2019
Univers	100 %	0,17 %	6,70 %
Court terme	43,4 %	-0,01 %	2,66 %
Moyen terme	22,5 %	0,13 %	6,06 %
Long terme	34,1 %	0,41 %	12,56 %
Fédéral	35,1 %	-0,09 %	3,95 %
Provincial	35,4 %	0,22 %	9,00 %
Sociétés	27,5 %	0,42 %	7,27 %
ORR		0,45 %	9,30 %

Source: ftse.com

En se retirant du segment des projets à prix fixe, SNC annonce qu'elle réduira son chiffre d'affaires. Ce type de projet devrait perdurer, car les contribuables ne veulent plus assumer les dépassements de coûts des sociétés dont la corruption a fait partie des moeurs pendant plusieurs années. SNC doit tout de même livrer pour l'équivalent de 3,2 milliards \$ en contrat à prix fixe, notamment le REM.

Il y aura peu d'impact de cette dégradation puisque Moody's tirait de la patte par rapport aux autres agences qui notent la province A- et A(low). L'explosion des coûts de construction du projet Muskrat Falls et la volatilité des revenus de la province liés aux royautés sur le pétrole expliquent en grande partie les difficultés financières de Terre-Neuve. Deux éléments qui sont loin de disparaître.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

La Réserve fédérale a finalement cédé aux pressions constantes du président Trump qui ne cesse de dire que son banquier central nuit à l'économie de son pays avec un taux directeur élevé. Pourtant, Jerome Powell pointe les tensions commerciales entre Donald Trump et la Chine comme source d'incertitude économique et non un loyer de l'argent trop élevé. Puisque la Fed a perdu toute indépendance politique, il faut s'attendre à de nouvelles réductions du taux directeur, car le président aurait préféré une coupure de 0,50 % en juillet. Coïncidence, au lendemain de l'annonce de la Fed, Trump a annoncé qu'il imposerait un tarif de 10 % à partir du 1er septembre sur l'équivalent de 300 milliards \$ d'importations qui n'avaient pas encore été taxées. Trump désire donc accentuer le risque commercial pour la Fed et la forcer à réduire encore, tout en mettant de la pression sur la Chine qui, contrairement aux États-Unis, n'a pas de contraintes électorales. Le plan de Trump se dessine davantage, orchestrer un stimulus monétaire de l'économie, sous prétexte de tensions commerciales, qu'il retirera à mesure que l'échéancier électoral approche. Les nouveaux tarifs toucheront davantage les biens de consommation des ménages et clairement, il ne veut pas effriter sa base électorale avec une facture de Noël plus élevée. Stimuler au plein emploi est rarissime et pourrait créer des pressions inflationnistes dans le futur. Une fois le conflit réglé, les indices et les anticipations d'inflation reprendront.