

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

DÉCEMBRE 2019

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'économie canadienne a perdu 71 000 emplois au mois de novembre, le pire repli mensuel du marché du travail depuis la crise financière. Par conséquent, le taux de chômage a grimpé de 0,4 % pour atteindre 5,9 %. Les pertes d'emploi ont été répertoriées autant dans les industries productrices de biens (-26 600) que celles des services (-44 400). Par contre, la hausse annuelle des salaires est demeurée inchangée à 4,4 %. Le Québec a été la province la plus touchée avec un recul de 45 000 postes, notamment dans les industries de fabrication, d'hébergement et de la restauration. L'emploi a également diminué de 18 000 en Alberta et en Colombie-Britannique, mais a progressé de 15 000 en Ontario.
- Le marché de l'emploi demeure toujours vigoureux aux États-Unis alors qu'il s'est créé 266 000 emplois au mois de novembre, portant ainsi le taux de chômage à 3,5 %, un creux de 50 ans. Il s'agit d'un 21^e mois consécutif avec un taux de chômage sous la barre de 4 %. Mis à part le commerce de gros, l'emploi a progressé dans toutes les autres industries. Celle de la fabrication a ajouté 54 000 emplois après avoir fléchi de 43 000 le mois précédent. Ce gain est principalement attribuable au retour au travail des travailleurs de GM en grève du 15 septembre au 26 octobre. Les salaires ont crû de 3,1 % sur 12 mois.
- Le gouvernement japonais a annoncé un stimulus fiscal s'élevant à 13,2 billions ¥, soit l'équivalent de 159 milliards \$ ou 1,9 % du PIB. Ce programme de dépenses, le plus imposant depuis la crise financière, s'étalera sur 15 mois et permettra de contrer les effets de la faiblesse de l'économie mondiale, de la récente hausse de la taxe de vente et du risque de ralentissement après les Jeux olympiques cet été.

ÉVOLUTION DES TAUX

- Après trois baisses de taux consécutives, la Réserve fédérale a annoncé une pause dans la conduite de sa politique monétaire, justifiant que le niveau actuel était approprié pour soutenir l'activité économique, l'emploi et permettre d'atteindre la cible d'inflation de 2 %. Pour dévier du statu quo, la Fed a indiqué qu'elle voudrait observer une hausse significative et persistante de l'inflation ou une détérioration des conditions économiques mondiales, notamment en ce qui a trait au commerce international.
- La Banque centrale de Suède (Riksbank) a décidé de relever son taux directeur de 0,25 % pour le porter à 0 %, mettant ainsi fin à près de 5 années de taux négatifs. La Riksbank prévoit que l'inflation devrait se maintenir près de la cible de 2 %, mais estime que la surchauffe du marché immobilier et l'endettement croissant des ménages doivent être contenus par un loyer de l'argent plus élevé. L'autorité monétaire ne s'attend pas à relever les taux d'ici 2022, mais se réserve la possibilité de les abaisser à nouveau si la conjoncture se détériore.

Après avoir enregistré une croissance soutenue, l'emploi au Québec a chuté drastiquement. Est-ce le reflet de la conjoncture ou une volatilité des données? Si on se fie au nombre de postes vacants, l'emploi se porte toujours bien. Au troisième trimestre, il y avait 562 910 postes vacants au Canada, dont 137 530 uniquement au Québec. Il s'agit d'une hausse de 16 % sur un an pour l'emploi disponible dans la belle province.



La robustesse du marché du travail a créé des pressions sur les salaires, mais pas nécessairement sur les prix à la consommation. La force du dollar américain et le programme d'allègement fiscal du président Trump en 2018 auraient permis aux sociétés d'absorber ces hausses salariales. Ces éléments pourraient se dissiper l'an prochain.

Le stimulus fiscal est mis de plus en plus de l'avant pour relancer les économies, comme quoi la politique monétaire a atteint ses limites. Une hausse des dépenses gouvernementales permet aussi une meilleure redistribution de la richesse.

Avec cette décision, la Fed signale une asymétrie dans la direction de la politique monétaire, préférant garder le pied plus près de l'accélérateur que du frein. Si l'inflation se manifeste et que la Fed est patiente avant d'intervenir, alors le marché obligataire réagira avec des taux de long terme en hausse et une courbe de rendement plus abrupte.

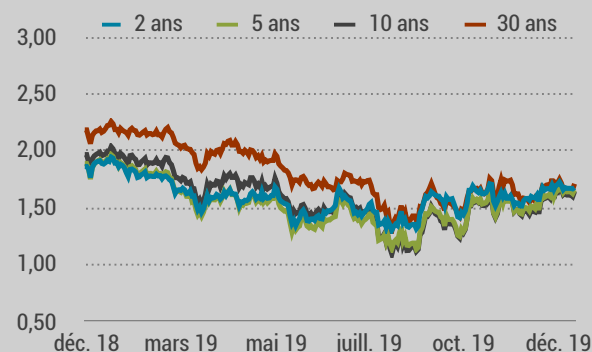
Ce changement de politique sera examiné attentivement par la Banque centrale européenne qui commence à s'inquiéter de l'impact néfaste des taux négatifs. Cette politique inciterait à investir dans des actifs plus risqués tout en réduisant les marges bénéficiaires des banques, menaçant ainsi la stabilité financière.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2019		Variation mois	Variation 2019
31 déc. 2019						
Taux directeur	1,75 %	0,00 %	0,00 %	1,75 %	0,00 %	-0,75 %
3 mois	1,66 %	0,00 %	0,01 %	1,54 %	-0,02 %	-0,81 %
2 ans	1,70 %	0,11 %	-0,17 %	1,57 %	-0,04 %	-0,92 %
5 ans	1,69 %	0,20 %	-0,20 %	1,69 %	0,07 %	-0,82 %
10 ans	1,70 %	0,24 %	-0,27 %	1,92 %	0,14 %	-0,77 %
30 ans	1,76 %	0,21 %	-0,42 %	2,39 %	0,18 %	-0,62 %
ORR 30 ans	0,38 %	0,11 %	-0,39 %			

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	85	120	160	-5	-50	-5	-40	-5	-40
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	120	170	210	-5	-65	-5	-50	-5	-50
Sun Life, dette subordonnée	A	100	145	185	-5	-50	-5	-45	-5	-45
Hydro One	A high	60	85	130	-5	-55	-5	-55	-5	-50
Enbridge Inc	BBB high	100	150	220	-10	-60	-10	-60	-10	-55
Altalink LP	A	55	80	120	-5	-45	-5	-40	-5	-45
GTAA	A high	55	80	110	-5	-30	-5	-25	-5	-30
Bell Canada	BBB high	100	150	205	-5	-55	-5	-50	-10	-55
Rogers Communications	BBB	95	145	205	-5	-55	-5	-50	-10	-55
Loblaw	BBB	105	155	210	-5	-60	-5	-60	-5	-60
Canadian Tire	BBB high	100	150	205	-5	-60	-5	-60	-5	-65
Province Québec	A high	36	59	69	-1	-23	-1	-25	-3	-27
Province Ontario	AA low	38	62	73	-1	-25	-3	-27	-3	-28
SCHL	AAA	29	38	---	1	-14	0	-18		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 10,8 milliards \$ au mois de décembre, une hausse de 4,6 milliards \$ par rapport au mois précédent et 9,8 milliards \$ de plus qu'en décembre 2018. Pour l'année 2019, la somme des financements obligataires s'est élevée à 99,6 milliards \$, en hausse de 23,4 % par rapport à l'an dernier et la deuxième année la plus importante de l'histoire en termes de volume. L'industrie bancaire a établi un record en ce qui a trait au volume de nouvelles émissions avec 39,4 milliards \$ tout comme les services publics (18,9 milliards \$). Cette hausse des dettes bancaires s'explique par une augmentation des émissions d'obligations subordonnées éligibles pour fonds propres d'urgence en cas de non-viabilité (FPUNV).

Les obligations de crédit ont enregistré une excellente performance en 2019. Les obligations de sociétés ont produit un rendement de 8,05 % alors que les titres provinciaux ont dégagé un rendement de 9,07 %. Toutefois, la durée des obligations provinciales (10,9 ans) est beaucoup plus élevée que celle des sociétés (6,6 ans). Si on se concentre uniquement sur le segment de moyen terme de la courbe, la performance des titres de sociétés (8,43 %) éclipse celle des provinces (5,77 %) et des titres fédéraux (3,83 %). La recherche de rendement de la part des investisseurs s'est traduite en surperformance des obligations de sociétés notées BBB par rapport aux autres titres. La performance de ces obligations BBB dans le segment de moyen terme fut de 9,24 % en 2019, notamment en raison des obligations de l'industrie énergétique.

Le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a indiqué aux six grandes banques canadiennes qu'il rehausserait le seuil de réserve des fonds propres pour stabilité intérieure de 0,25 % pour le porter à 2,25 % de la valeur totale des actifs pondérés en fonction du risque. Cette mesure sert à prémunir les banques d'importance systémique contre certains facteurs de risque, notamment l'endettement élevé des consommateurs et les tensions commerciales mondiales. Compte tenu du faible niveau des taux et de la stabilité économique, le BSIF estime qu'un degré supplémentaire de prudence est requis. La réserve de fonds propres pour stabilité intérieure est l'une des quatre exigences de fonds propres que doivent respecter les banques canadiennes. Combinées, ces exigences totalisent 10,25 %, un niveau que les banques rencontrent déjà.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	déc.-19	2019
Univers	100 %	-1,19 %	6,87 %
Court terme	43,0 %	-0,15 %	3,10 %
Moyen terme	22,7 %	-1,07 %	5,75 %
Long terme	34,3 %	-2,55 %	12,71 %
Fédéral	34,6 %	-1,06 %	3,73 %
Provincial	35,3 %	-1,80 %	9,07 %
Sociétés	28,0 %	-0,54 %	8,05 %
ORR		-1,53 %	8,02 %

Source: ftse.com

La surperformance des titres de moins bonne qualité témoigne de la confiance des investisseurs envers la conjoncture. Les obligations à rendement élevé aux États-Unis ont aussi affiché une excellente performance alors que les écarts se sont rétrécis de 169 p.c. en 2019 pour clôturer l'année à 280 p.c.. Pourquoi prêter à une société risquée si les probabilités de récession sont élevées?

Avec cette annonce, l'organisme responsable de surveiller le système bancaire canadien nous annonce qu'elle s'inquiète du niveau élevé de l'endettement des ménages en raison d'une surenchère du marché immobilier canadien. Pourquoi alors mettre de l'huile sur le feu avec un discours de baisse du taux directeur qui rehausserait à nouveau l'endettement hypothécaire?

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Les marchés financiers ont accueilli favorablement la nouvelle d'un accord partiel entre les États-Unis et la Chine qui, aux dires du président Trump, sera signé le 15 janvier prochain. De plus, l'élection d'un gouvernement majoritaire au Royaume-Uni permet maintenant à Boris Johnson de ratifier une entente avec l'Union européenne et d'écartier les risques d'un retrait désordonné que craignaient tant les investisseurs. En revanche, l'escalade des tensions avec l'Iran est un facteur inquiétant à surveiller, surtout en raison des effets sur le prix du pétrole. La hausse marquée des cours pétroliers a déjà été une source de récession tout comme une politique monétaire trop restrictive. Cependant, les trois dernières récessions aux États-Unis ont plutôt été causées par l'éclatement de bulles spéculatives. L'immobilier en 2008, les titres de technologie au début du millénaire et la crise des caisses d'épargne durant les années 90. Pour le moment, il ne semble pas y avoir d'actifs en territoire spéculatif suffisamment important pour faire basculer l'économie en récession et causer une crise. De plus, la combinaison de détente monétaire à travers le monde, de politiques fiscales expansionnistes et d'apaisement dans les conflits commerciaux devrait soutenir la croissance mondiale et l'élan en faveur des actifs risqués en 2020. Une conjoncture mondiale moins risquée signifie aussi un dollar américain moins robuste et par le fait même une structure de taux plus élevée. Par contre, la prudence est toujours de mise, un tweet peut rapidement changer la donne.