

# LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe  
Capital

OCTOBRE 2019

## ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'économie du Québec a crû de 0,4 % en termes réels en juillet selon l'Institut de la statistique du Québec, un dixième gain mensuel de suite, ce qui constitue un record depuis 1997. Les industries productrices de biens et de services ont affiché des gains alors que la construction résidentielle s'est repliée. Depuis octobre 2018, la croissance de l'économie québécoise s'est élevée à 3,4 %, bien au-dessus de celle du Canada. Le secteur primaire non minier (15,5 %), le commerce de gros (9,1 %) et les mines et carrières (6,0 %) figurent au podium de la croissance en rythme annuel dans les 10 derniers mois.
- La croissance de l'économie américaine a atteint 1,9 % en termes annualisés au troisième trimestre, contre 2 % au trimestre précédent. Ce ralentissement est attribuable au recul des investissements des entreprises (-3,0 %), notamment au niveau des immobilisations (-15,3 %). En revanche, les dépenses des ménages sont demeurées robustes (2,9 %) alors que l'immobilier résidentiel a bondi (5,1 %) sous l'influence des baisses de taux hypothécaires. Il s'agit d'un premier gain en 7 trimestres pour ce secteur d'activité. Les dépenses gouvernementales ont aussi contribué à la croissance (2,0 %).
- La croissance de l'économie chinoise a atteint 6,0 % au troisième trimestre après des gains de 6,2 % et 6,4 % aux deux premiers trimestres de l'année. Il s'agit du rythme le plus faible depuis 1992. La conjoncture s'est toutefois améliorée en septembre alors que la production industrielle a crû de 5,8 % annuellement, contre 4,4 % au mois d'août. Les ventes au détail ont aussi accéléré, passant de 7,5 % sur une base annuelle au mois d'août à 7,8 % en septembre.

## ÉVOLUTION DES TAUX

- La Banque du Canada a maintenu son taux directeur à 1,75 %, mais s'affiche de plus en plus préoccupée des effets de contagion des conflits commerciaux. La Banque s'inquiète que le ralentissement des investissements et des exportations découlant des tensions commerciales se transmette aux ménages. Actuellement, l'économie canadienne affiche des signes de résilience avec des dépenses de consommation solides et un marché immobilier qui s'affermi. La Banque reconnaît qu'une baisse de taux d'assurance accentuerait les vulnérabilités financières au pays.
- La Réserve fédérale a annoncé une troisième baisse du taux directeur cette année pour le fixer à 1,75 %. La Fed a évoqué les mêmes prétextes qu'auparavant, soient l'incertitude géopolitique et l'absence de pression inflationniste. Tout comme au Canada, les dépenses des ménages et l'emploi demeurent fermes, mais les investissements et les exportations faiblissent. Après trois baisses, la Fed a retiré la phrase stipulant qu'elle agirait de façon appropriée pour soutenir l'expansion. Deux membres du comité se sont opposés, préférant le statu quo.

Même s'il y a eu un léger repli dans la construction résidentielle en juillet, la croissance au cours des 10 derniers mois était de 4,4 %. La baisse des taux hypothécaires au cours de l'été jumelée à la force du marché de l'emploi devrait contribuer à relancer l'activité immobilière et la construction au Québec pour les prochains trimestres.



Devant l'incertitude des conflits commerciaux, les sociétés américaines ont mis en veilleuse certains projets d'investissement. Une résolution du conflit pourrait dénouer une demande refoulée des entreprises qui attendent de connaître les nouvelles règles dans la chaîne d'approvisionnement.

Plusieurs contestent la validité du PIB chinois. L'indice Li Keqiang constitue donc une excellente solution de rechange. Celui-ci mesure l'activité économique à l'aide de la croissance des prêts bancaires, du fret ferroviaire et de la production d'électricité. En septembre, l'indice a cru de 7,5 % sur un an, contre 6,3 % en août.

L'inquiétude de la Banque face aux tensions commerciales arrive à un drôle de moment puisque les discussions entre la Chine et les États-Unis se sont améliorées avec un accord partiel. Toutefois, la Banque estime que la politique monétaire est encore expansionniste et qu'une réduction pourrait nuire davantage à l'économie considérant l'inflation à la cible et l'endettement élevé.

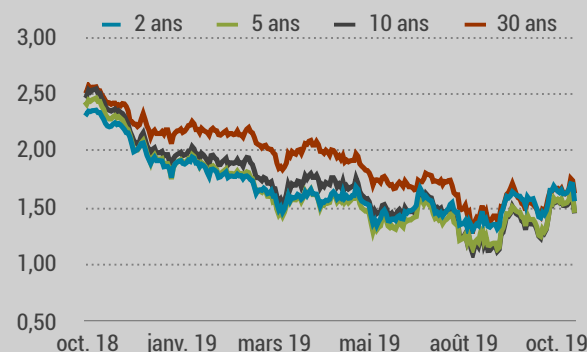
En ne promettant plus d'agir pour soutenir l'expansion, la Fed ouvre la porte à une pause dans sa détente monétaire après trois baisses consécutives. La Fed se montre également plus optimiste quant à une résolution du conflit commercial avec la Chine, contrastant la Banque du Canada qui, le même jour, a manifesté une inquiétude grandissante.

## TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2019		Variation mois	Variation 2019
31 oct. 2019						
Taux directeur	1,75 %	0,00 %	0,00 %	1,75 %	-0,25 %	-0,75 %
3 mois	1,66 %	0,01 %	0,01 %	1,52 %	-0,28 %	-0,83 %
2 ans	1,52 %	-0,06 %	-0,35 %	1,52 %	-0,10 %	-0,96 %
5 ans	1,42 %	0,02 %	-0,47 %	1,52 %	-0,02 %	-0,99 %
10 ans	1,41 %	0,05 %	-0,56 %	1,69 %	0,03 %	-0,99 %
30 ans	1,58 %	0,05 %	-0,61 %	2,18 %	0,07 %	-0,84 %
ORR 30 ans	0,34 %	0,08 %	-0,43 %			

Source: Bloomberg

## ÉVOLUTION DES TAUX CANADIENS



## PRIMES DE RISQUE DES OBLIGATIONS DE CRÉDIT

Émetteurs	Note de crédit DBRS	Variations								
		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	100	135	175	0	-35	0	-25	0	-25
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	145	195	235	5	-40	5	-25	5	-25
Fortis Inc.	BBB high	100	140	205	5	-40	0	-45	5	-30
Hydro One	A high	80	110	155	5	-35	0	-30	0	-25
Enbridge Inc	BBB high	120	170	240	0	-40	0	-40	5	-35
Encana Corp	BBB	185	245	315	-5	-20	-5	-25	-5	-10
GTAA	---	65	90	120	0	-20	0	-15	0	-20
Bell Canada	BBB high	110	160	225	0	-45	-5	-40	-5	-35
Rogers Communications	BBB	105	155	225	0	-45	-5	-40	0	-35
Loblaw	BBB	115	165	225	0	-50	-5	-50	0	-45
Canadian Tire	BBB high	110	160	220	0	-50	-5	-50	0	-50
Province Québec	A high	43	66	78	2	-16	2	-18	1	-18
Province Ontario	AA low	44	70	82	1	-19	1	-19	1	-19
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 8,8 milliards \$ au mois d'octobre, une baisse de 5,6 milliards \$ par rapport au mois précédent, mais 5,1 milliards \$ de plus qu'en octobre 2018. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires totalise 82,6 milliards \$, en hausse de 11 % par rapport à la même date l'an dernier. La société Silver Arrow Canada a procédé à une émission de plus de 500 millions \$ de titres adossés à des créances automobiles provenant de Mercedes-Benz Canada. Les classes A1, A2 et A3 ont obtenu une note de AAA en raison de la qualité de crédit du bassin de prêts et du niveau élevé de subordination associé à ces titres.
- Le nouveau gouvernement conservateur de l'Alberta a présenté son budget qui mise sur un déficit de 8,7 milliards \$ pour l'exercice financier 2019-20 (2,4 % du PIB), en hausse de 2 milliards \$ par rapport à l'exercice précédent. L'accroissement de ce déficit est attribuable à l'abolition de la taxe carbone, à une provision de 1,5 milliard \$ pour quitter le programme de transport de pétrole par rail et l'introduction d'un fonds de contingence de 680 millions pour les imprévus. Le taux d'imposition des sociétés a déjà été réduit de 12 % à 11 %, mais atteindra 8 % en 2022. Pour l'an prochain, le ministre des Finances table sur un déficit de 5,9 milliards \$ et le retour à l'équilibre budgétaire est prévu en 2022-23. Pour y parvenir, le gouvernement réduira les dépenses des programmes de 2,4 % et mise sur une hausse des cours pétroliers pour atteindre 63 \$ (WTI).
- L'agence de notation S&P a révisé plusieurs notes de crédit du secteur automobile au cours du mois d'octobre. Elle a abaissé celle de Renault à BBB- tout en plaçant la note de Nissan Motor (A-) sous surveillance pour examen. La conjoncture mondiale plus difficile au second semestre a entraîné une baisse des ventes, des marges opérationnelles et des flux de trésorerie pour le constructeur français. Pour ce qui est de Nissan, la société a besoin de stabiliser sa structure corporative et reconstruire ses relations avec son partenaire français Renault. Ford Credit a aussi vu sa note de crédit abaissée par S&P à BBB- estimant que les récentes contre-performances du constructeur automobile en Chine et en Europe allaient rendre difficile l'atteinte de ses objectifs de rentabilité à terme. Rappelons que Moody's avait également dégradé la note de Ford sous la qualité d'investissement (Ba1) en septembre dernier.

## PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	oct.-19	2019
Univers	100 %	-0,17 %	7,60 %
Court terme	43,1 %	0,22 %	3,18 %
Moyen terme	22,8 %	-0,12 %	6,78 %
Long terme	34,1 %	-0,70 %	14,12 %
Fédéral	35,0 %	-0,07 %	4,80 %
Provincial	35,5 %	-0,37 %	10,12 %
Sociétés	27,4 %	-0,04 %	7,94 %
ORR		-0,94 %	10,22 %

Source: ftse.com

Malgré une conjoncture difficile, l'Alberta a démontré un engagement ferme à rééquilibrer le budget par une réduction des dépenses et des hypothèses raisonnables sur les cours pétroliers. Les sociétés paieront moins d'impôts et les citoyens auront moins de services. Si l'économie ne se raffermi pas, cet équilibre sera difficile à conserver politiquement.

Les conflits commerciaux ont clairement eu des conséquences financières pour les sociétés. Cependant, le secteur automobile fait également face à des changements structurels majeurs et à une hausse des coûts afin de respecter les normes environnementales plus strictes. Les constructeurs en retard sur l'électrification des véhicules en paient aujourd'hui le prix.

## POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Les sources de croissance de l'économie canadienne sont similaires à celles des États-Unis. Les dépenses de consommation des ménages consommateurs demeurent vigoureuses, mais les tensions commerciales forcent les entreprises à mettre en veilleuse certains projets d'investissement, cherchant à connaître les nouvelles règles des chaînes mondiales d'approvisionnement avant de déployer les fonds. A cet égard, l'accord partiel conclu entre les États-Unis et la Chine au mois d'octobre, qui devrait être entériné d'ici la fin de l'année, pourrait libérer la demande latente des entreprises et stimuler la croissance économique mondiale. La rareté de la main-d'œuvre incite également les entreprises à investir pour automatiser certaines tâches. La baisse des taux hypothécaires stimulera aussi l'activité immobilière l'an prochain. Tout compte fait, la résolution du conflit commercial conjugué aux baisses de taux directeur d'une vingtaine de banques centrales cette année devrait forger un environnement économique mondial plus favorable l'an prochain. Dans cette optique, autant la Banque du Canada que la Réserve fédérale devraient conserver leur politique monétaire inchangée pour encore un certain temps. Cette détente monétaire dans une économie au plein emploi pourrait créer des pressions à la hausse sur les salaires et éventuellement sur les prix à la consommation. En l'absence des banques centrales dans la lutte contre l'inflation, les investisseurs obligataires voudront se protéger à l'aide de taux obligataires plus élevés.