

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

MAI 2020

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'économie canadienne s'est contractée de 8,2 % en rythme annualisé au premier trimestre de l'année. Les mesures de distanciation sociale et de confinement à la fin du mois de mars ont eu un effet direct sur les dépenses de consommation des ménages qui ont chuté de 8,9 %, la plus forte baisse jamais enregistrée. Cette baisse s'explique par les pertes d'emplois et la fermeture des magasins non essentiels, notamment en ce qui concerne la consommation de biens durables (-23,2 %). En revanche, les dépenses en biens non durables se sont accrues de 13 % alors que les consommateurs ont fait des réserves de certains produits. La Covid-19 et les barrages ferroviaires ont perturbé les chaînes d'approvisionnement, forçant les entreprises à réduire leurs inventaires au lieu de produire.
- Les dépenses personnelles de consommation ont chuté de 13,6 % au mois d'avril aux États-Unis, soit la plus forte baisse jamais enregistrée depuis 1959. Aucun secteur d'activité n'a été épargné. Autant les biens durables (-17,3 %), que les biens non durables (-16,2 %) et les services (-12,2 %) ont subi des reculs importants. En revanche, le revenu personnel a augmenté de 10,5 % alors que les prévisions étaient de -5,9 %. Cette hausse inattendue s'explique par une augmentation des prestations sociales gouvernementales qui a plus que compensé la diminution des autres sources de revenu personnel.
- Pour soutenir son économie perturbée par la pandémie, le gouvernement japonais a annoncé un second programme de relance économique de 117 000 milliards ¥ au mois de mai. Celui-ci comprend des subventions au loyer pour les particuliers et les PME de même qu'une allocation forfaitaire aux travailleurs médicaux de première ligne. En incluant le premier programme d'un montant équivalent annoncé en avril, le stimulus en place totalise 40 % du PIB.

ÉVOLUTION DES TAUX

- Jerome Powell, président de la Réserve fédérale et Andrew Bailey, gouverneur de la Banque d'Angleterre ont tous les deux écarté la possibilité de réduire les taux directeurs en territoire négatif comme c'est le cas au Japon et en Europe. Les rumeurs de taux négatifs ont été alimentées par l'émission d'une obligation du gouvernement du Royaume-Uni avec un taux de rendement à échéance négatif (-0,003 %). Les deux banquiers estiment que cet outil monétaire a nui aux systèmes bancaires européens et nippon.
- Dans sa Revue du système financier, la Banque du Canada estime que les mesures qu'elle a déployées permettront au système bancaire de traverser la crise. Bien que le gouvernement ait mis en place des mesures de soutien pour les entreprises et les ménages, la Banque s'inquiète toutefois que la crise pourrait créer un problème de solvabilité pour ceux dont les revenus sont grandement affectés. L'endettement élevé des ménages devrait s'accroître à nouveau en raison de la pandémie.



Cette contraction est survenue avec seulement deux semaines de confinement. L'économie canadienne a été mise dans un coma artificiel pour au moins 6 semaines avec une reprise graduelle et timide. Une chute du PIB de 30 à 40 % au second trimestre n'est donc pas impossible. Toutefois, les marchés boursiers semblent miser sur une reprise rapide soutenue pas les banquiers centraux. L'écart se creuse entre l'économie et la bourse qui ignore tous les facteurs de risque qui se dressent récemment.

Les pertes salariales ont été en partie compensées par une hausse des prestations de chômage pour les travailleurs touchés. Ainsi, la majorité de la hausse des revenus personnels provient du paiement unique de 1 200 \$ destiné à soutenir les ménages durant la pandémie. On peut donc s'attendre à une baisse de revenu le mois prochain.

C'est de loin le programme de soutien le plus important jamais déployé durant cette pandémie, et ce, pour un pays déjà fortement endetté. La Banque du Japon a indiqué qu'elle ne laisserait pas les taux grimper après cette annonce. La monétisation de la dette nipponne est bien amorcée.

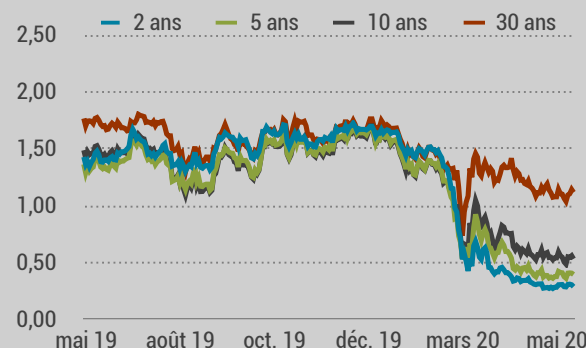
Les banques centrales ont toujours indiqué que les taux négatifs sont un des outils disponibles, mais sûrement le dernier à sortir du coffre. Comme ce fut le cas en Europe, cette politique réduirait les bénéfices et limiterait la capacité des banques à absorber la vague de pertes sur prêts liées à la pandémie. Les gouvernements à travers le monde ont déployé des mesures de soutien pour permettre aux ménages et aux entreprises de survivre en temps de crise. Ces mesures n'auraient jamais eu la même portée sans un système bancaire solide, tel qu'indiqué par la Banque du Canada. La politique de taux négatif ne fait qu'affaiblir les banques au moment où elles sont utiles. Pourquoi prendre le risque si les bénéfices sont limités?

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2020		Variation mois	Variation 2020
31 mai 2020						
Taux directeur	0,25 %	0,00 %	-1,50 %	0,25 %	0,00 %	-1,50 %
3 mois	0,19 %	-0,07 %	-1,47 %	0,12 %	0,05 %	-1,42 %
2 ans	0,29 %	-0,02 %	-1,41 %	0,16 %	-0,04 %	-1,41 %
5 ans	0,40 %	0,01 %	-1,29 %	0,30 %	-0,06 %	-1,39 %
10 ans	0,53 %	-0,01 %	-1,17 %	0,65 %	0,01 %	-1,26 %
30 ans	1,12 %	-0,01 %	-0,65 %	1,41 %	0,12 %	-0,98 %
ORR 30 ans	0,10 %	-0,06 %	-0,27 %			

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	2020	mois	2020	mois	2020
Banque Royale, dette recapitalisation interne	AA	150	185	225	-5	65	0	65	5	65
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	215	250	290	-10	95	-5	80	0	80
Sun Life, dette subordonnée	A	185	225	260	-20	85	-10	80	-10	75
Hydro One	A high	110	135	175	-10	50	-10	50	0	45
Enbridge Inc	BBB high	200	245	295	-40	100	-30	95	-15	75
Altalink LP	A	105	130	170	-10	50	-10	50	0	50
GTAA	A high	130	160	190	0	75	10	80	10	80
Bell Canada	BBB high	155	195	255	0	55	10	45	15	50
Rogers Communications	BBB	150	190	250	0	55	10	45	15	45
Loblaw	BBB	145	185	245	0	40	10	30	15	35
Canadian Tire	BBB high	220	260	320	10	120	20	110	25	115
Province Québec	AA low	58	84	96	0	22	3	25	2	27
Province Ontario	AA low	60	87	99	0	22	3	25	2	26
SCHL	AAA	36	43	---	-4	7	-5	5		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 17,6 milliards \$ au mois de mai, en baisse de 900 millions \$ par rapport au mois précédent et 11,6 milliards \$ de plus qu'en mai 2019. Il s'agit du second mois en importance pour les nouvelles émissions après avril 2020. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires totalise 62,7 milliards \$, soit 77,6 % de plus que l'an dernier. La nécessité des entreprises de sécuriser un emprunt pour traverser cette pandémie est également perceptible aux États-Unis. Les nouvelles émissions de qualité d'investissement ont atteint 262,2 milliards \$ au mois de mai, le second mois le plus élevé jamais enregistré après avril 2020. Le cumul annuel s'élève donc à 1 069,7 milliards \$, un nouveau record et 95 % de plus que l'an dernier.

La Banque du Canada a dévoilé les modalités de son programme de rachat d'obligations de sociétés qui totalise 10 milliards \$. Les sociétés constituées au Canada sont ciblées par ce programme, à l'exception des institutions de dépôt. Leurs notes de crédit doivent être d'au moins BBB au 15 avril pour être admises et de BBB faible si la note est abaissée après cette date. Par conséquent, un émetteur noté sous qualité d'investissement ne pourra être inclus dans le programme de rachats de la Banque. L'échéance des titres doit être de cinq ans ou moins et la Banque ne pourra détenir plus de 10 % de la valeur nominale totale des obligations admissibles d'un même émetteur. La Banque a conduit deux opérations au mois de mai d'une valeur de 100 millions \$ chacune en ciblant 61 titres différents. La réalité fut tout autre. Au final, elle a acheté pour 21,5 millions \$ répartis sur 4 titres auprès des institutions financières.

Les conséquences économiques de la pandémie ont terni les résultats financiers du second trimestre des banques canadiennes. Au total, les six grandes banques ont relevé leurs provisions pour pertes sur prêts de 8,5 milliards \$ par rapport à l'an dernier pour atteindre 10,9 milliards \$ cette année. Néanmoins, les banques canadiennes ont maintenu leur dividende et rapporté des bénéfices de 5,8 milliards \$, en baisse de 50 % par rapport à la même période en 2019. La conjoncture a été différente pour la Banque Laurentienne qui a dû réduire son dividende de 0,67 \$ à 0,40 \$ par action en raison d'une chute de 76 % de son bénéfice qui s'établit à 11,9 millions \$ au second trimestre. Les provisions pour pertes ont bondi de 9,2 à 54,9 millions \$.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	mai-20	2020
Univers	100 %	0,31 %	5,74 %
Court terme	40,3 %	0,28 %	3,49 %
Moyen terme	23,6 %	0,40 %	7,16 %
Long terme	36,1 %	0,30 %	7,56 %
Fédéral	34,1 %	0,21 %	6,99 %
Provincial	37,1 %	0,22 %	6,80 %
Sociétés	26,7 %	0,60 %	2,76 %
ORR		0,16 %	3,78 %

Source: ftse.com

Nous félicitons la Banque d'avoir exclu les titres à rendement élevé de son programme afin d'éviter le risque d'aléa moral. Toutefois, le programme n'a pas le succès escompté, principalement parce que les conditions de marché s'amélioraient avant même sa mise en oeuvre. Si les conditions viennent à se détériorer, le filet de protection sera déjà en place.

Comme tout le monde, les banques naviguent en eaux troubles les yeux fermés. La pandémie perturbera l'emploi et la solvabilité de certaines entreprises, mais l'ampleur est encore inconnue. Les mesures gouvernementales de soutien permettent de traverser la crise, mais elles ne sont pas éternelles. Une fois les programmes échus, les banques pourront-elles conserver leur sacro-saint dividende intact?

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Alors que les mesures de confinement sont levées et que la vie reprend tranquillement son cours, il semble y avoir un fossé important qui se creuse entre les perspectives escomptées par les marchés boursiers et la réalité économique post Covid. A la fin du mois de mai, l'indice S&P 500 avait récupéré 70 % du recul subi depuis le début de la pandémie, et ce malgré une économie qui roule à faible régime actuellement. Certes, les marchés financiers ne regardent pas la situation actuelle, mais celle de demain. Or, il semble que plusieurs facteurs de risque soient écartés de l'équation boursière. Les relations entre la Chine et les États-Unis se détériorent de jour en jour. Bien que la phase 1 de l'entente commerciale entre les deux superpuissances ne soit pas encore en péril, cette éventualité ne peut être écartée dans la mesure où M. Trump est inquiet de sa réélection et décide de durcir sa position face à la Chine qu'il accuse d'avoir causé la crise de la Covid. Une seconde vague de la pandémie doit aussi être prise en considération, surtout à la lumière des manifestations historiques qui ont eu lieu aux quatre coins des États-Unis. Le marché boursier escompte donc la perfection sans obstacle, faisant fi des pertes permanentes d'emplois et de l'insolvabilité qui nous guettent. Cette perfection découle de l'injection monétaire des banquiers centraux, nécessaire pour stabiliser les marchés et pour financer les immenses déficits gouvernementaux mis en place pour relancer l'économie. Monétiser la dette et la démondialisation, 2 facteurs inflationnistes à ne pas négliger.