

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

MARS 2020

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Selon les dernières données, 1,55 million de travailleurs canadiens ont effectué une demande à l'assurance-emploi entre le 16 et le 25 mars, ce qui ferait grimper le nombre de chômeurs à plus de 3 millions et le taux de chômage à près de 15 %. Pour pallier cette explosion, le gouvernement fédéral a adopté une série de mesures de soutien économique afin de venir en aide aux employés et employeurs touchés par la crise de la COVID-19. Le fédéral subventionnera 75 % des salaires des entreprises jusqu'à concurrence de 847 \$ par semaine dans la mesure où les revenus de l'entreprise ont chuté de plus de 30 %. Pour les employés mis à pied ou touchés par la COVID-19, le fédéral offrira 2 000\$ par mois pendant 4 mois.
- Les inscriptions au chômage ont également fracassé des records aux États-Unis avec près de 10 millions de demandes dans les deux dernières semaines du mois. L'ancienne marque hebdomadaire était de 695 000 en 1982. La paralysie suivant la fermeture forcée des entreprises a poussé le Congrès à adopter un plan de soutien de 2 200 milliards \$ (10% du PIB) venant en aide aux contribuables, PME, États, municipalités et hôpitaux et offrant aussi des prêts aux grandes entreprises. De ce plan, 350 milliards \$ sont offerts sous forme de prêts aux PME, mais deviendraient une subvention si les employeurs conservent leur masse salariale.
- Après avoir chuté en raison de la pandémie, l'indice d'activité manufacturière chinois a bondi au mois de mars, passant de la plus forte contraction enregistrée en février (35,7) à une expansion de l'activité (52,0) le mois suivant. Cette lecture montre que plus de la moitié des entreprises sondées ont repris le travail et la production, mais ne signifie pas que l'économie est revenue à la normale.

ÉVOLUTION DES TAUX

- La politique monétaire s'est jointe aux plans de soutien fiscal afin de soutenir l'économie. Ainsi, la Banque du Canada a abaissé son taux directeur à deux reprises pour le porter à 0,25 % à la fin du mois. De plus, la Banque a lancé différents programmes en soutien aux marchés financiers. Elle a mis de l'avant son premier programme de rachat d'obligations fédérales à hauteur de 5 milliards \$ par semaine en plus de programmes de rachat de papier commercial, d'acceptations bancaires et de titres provinciaux du marché monétaire.
- La Réserve fédérale a également réduit son taux directeur à 0,25% et relancé son programme d'assouplissement quantitatif. Initialement établi à 750 milliards \$, le programme de rachat d'actifs est rapidement devenu illimité et s'est étendu à d'autres actifs que les obligations du Trésor et les titres adossés à des créances hypothécaires. De concert avec le trésor américain, la Fed peut maintenant acheter des fonds négociés en bourse d'obligations de sociétés et du papier commercial. La Fed pourra aussi prêter directement aux entreprises.



Il ne s'agit que de mesures de soutien économique pour remplacer une partie des revenus perdus par les contribuables et les entreprises. Des plans de relance économique seront aussi soumis prochainement. Ces initiatives jumelées à la baisse des revenus gouvernementaux feront exploser les déficits à plus de 20 % du PIB dans certains pays. Le Canada doit aussi trouver des solutions pour minimiser l'impact sur l'immobilier, le plus grand risque financier au pays.

Les inscriptions au chômage offrent un meilleur aperçu de la situation actuelle de l'emploi. Le taux de chômage du mois de mars (4,4 %) n'est pas représentatif, car l'enquête a été menée durant la semaine du 12 mars, avant l'explosion des inscriptions au chômage. Il faudra attendre en avril avant de connaître l'étendue des dégâts sur l'emploi, car certaines mesures adoptées incitent aussi à maintenir l'embauche.

Pour une économie dont le commerce international est important, le regain d'activité sera timide puisque la majorité de ses partenaires étrangers sont présentement en confinement. Les mesures de relance devront surtout cibler la consommation et l'investissement domestiques.

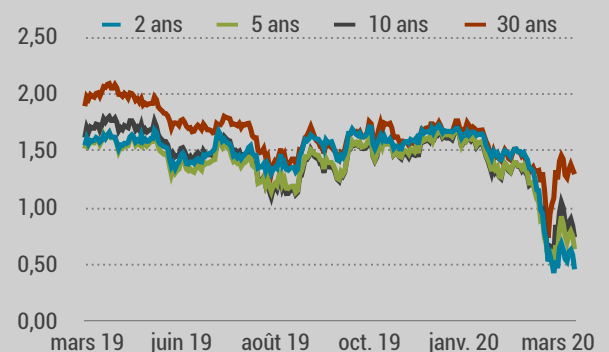
Un des objectifs des banquiers centraux à travers le monde est de remettre un peu d'ordre sur les marchés financiers et de s'assurer de son bon fonctionnement. Le bilan des banques centrales est appelé à exploser et servira à financer les immenses déficits gouvernementaux à venir. Par ces différentes mesures adoptées, les banques centrales veulent libérer le bilan des banques commerciales afin de leur permettre de prêter aux ménages et aux entreprises en difficulté financière. Toutefois, peu de banques voudront aider une société près de la faillite sans soutien externe. Par conséquent, les gouvernements seront à nouveau appelés à intervenir afin de donner aux institutions financières une forme de garantie pour ces prêts.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2020		Variation mois	Variation 2020
31 mars 2020						
Taux directeur	0,25 %	-1,50 %	-1,50 %	0,25 %	-1,50 %	-1,50 %
3 mois	0,26 %	-1,23 %	-1,40 %	0,06 %	-1,21 %	-1,48 %
2 ans	0,43 %	-0,73 %	-1,27 %	0,25 %	-0,67 %	-1,32 %
5 ans	0,59 %	-0,49 %	-1,10 %	0,38 %	-0,56 %	-1,31 %
10 ans	0,70 %	-0,44 %	-1,01 %	0,67 %	-0,48 %	-1,25 %
30 ans	1,30 %	-0,02 %	-0,46 %	1,32 %	-0,35 %	-1,07 %
ORR 30 ans	0,31 %	0,25 %	-0,06 %			

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	245	270	300	145	160	135	150	125	140
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	330	355	385	190	210	165	185	155	175
Sun Life, dette subordonnée	A	310	335	365	205	210	185	190	175	180
Hydro One	A high	175	195	215	105	115	90	110	65	85
Enbridge Inc	BBB high	330	365	415	215	230	195	215	170	195
Altalink LP	A	170	190	210	100	115	90	110	70	90
GTAA	A high	185	210	235	115	130	110	130	95	125
Bell Canada	BBB high	255	280	320	145	155	115	130	90	115
Rogers Communications	BBB	250	275	315	145	155	115	130	90	110
Loblaw	BBB	260	285	325	145	155	115	130	100	115
Canadian Tire	BBB high	265	290	330	150	165	120	140	105	125
Province Québec	AA low	87	116	120	39	51	42	57	34	51
Province Ontario	AA low	88	118	123	39	50	41	56	34	50
SCHL	AAA	50	65	---	13	21	16	27		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 10,9 milliards \$ au mois de mars, en hausse de 3,4 milliards \$ par rapport au mois précédent, mais 1,4 milliard \$ de moins qu'en mars 2019. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires a atteint 26,7 milliards \$, soit 20 % de plus qu'au premier trimestre l'an dernier, et ce, malgré la crise qui sévit. Confrontées à des besoins importants de liquidité pour traverser la crise actuelle, les entreprises américaines ont procédé à des financements records au dernier mois. Les émetteurs américains de qualité d'investissement ont procédé à des financements totalisant 260,7 milliards \$ au mois de mars, portant la somme du premier trimestre à 509,7 milliards \$, du jamais vu.
- La crise de la COVID-19 a rapidement eu des effets sur le marché des obligations de sociétés. La note de crédit du constructeur automobile Ford a été abaissée de BBB- à BB+ par l'agence S&P. Moody's, qui classait déjà l'entreprise dans la catégorie d'obligations à rendement élevé, a également dégradé sa note d'un échelon, passant de Ba1 à Ba2. Par conséquent, l'encours de la dette de Ford (36 milliards \$US) passe sous la qualité d'investissement dans les indices obligataires américains. La COVID-19 nuit autant à la chaîne de montage du constructeur qu'à la demande. L'entreprise a dû fermer ses usines pour protéger ses employés tandis que les consignes de confinement ont entraîné une baisse drastique des ventes automobiles aux États-Unis (-35 % sur un an) et au Canada (-47 % sur un an). Cette décote de Ford s'ajoute à celles de Kraft Heinz, Macy's et Occidental Petroleum, tous sous qualité d'investissement maintenant.
- Les émetteurs provinciaux n'ont pas été épargnés par cette course vers les valeurs refuges. Les écarts de crédit de long terme des titres provinciaux ont clôturé le mois à 138 p.c. selon l'indice FTSE Canada, soit un élargissement de 43 p.c. au cours du mois et de 60 p.c. depuis le début de l'année. Par conséquent, ce secteur a produit un rendement de -5,59 % au mois de mars. Toutes les provinces déploieront prochainement des mesures de soutien. L'Ontario a déjà budgété 17 milliards \$ dans son budget 2020-21 pour lutter contre les conséquences de la COVID-19. Le Québec misait sur l'équilibre budgétaire au début du mois, mais devra réviser ses chiffres prochainement. Les déficits budgétaires seront appelés à exploser prochainement, surtout pour les provinces productrices de pétrole comme l'Alberta et Terre-Neuve.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	mars-20	2020
Univers	100 %	-2,00 %	1,56 %
Court terme	42,8 %	0,14 %	1,85 %
Moyen terme	22,7 %	-0,43 %	3,31 %
Long terme	34,5 %	-5,50 %	0,16 %
Fédéral	35,7 %	1,63 %	5,13 %
Provincial	36,1 %	-2,83 %	1,28 %
Sociétés	26,1 %	-5,41 %	-2,48 %
ORR		-4,93 %	0,04 %

Source: ftse.com

Les obligations de sociétés notées BBB représentaient 50 % de l'indice de qualité d'investissement aux États-Unis à la fin de 2019 ou 3 400 milliards \$. Cette crise pourrait faire basculer plusieurs émetteurs dans la catégorie à rendement élevé. Avec un encours de 1 200 milliards \$, est-ce que ce marché d'obligations à risque pourra absorber autant de nouveaux émetteurs?

Les provinces productrices de pétrole ont aussi dû subir les effets d'une guerre de prix du brut entre la Russie et l'Arabie saoudite. Terre-Neuve en est même venue près du gouffre financier. Ses tentatives infructueuses d'emprunt démontrent les risques de refinancement en période de crise. Le programme d'achat de bons du Trésor provinciaux de la Banque du Canada a permis d'éviter le pire.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Dans le but de réduire la propagation du virus et ses effets sur la santé publique, la majorité des gouvernements à travers le monde ont adopté des mesures de confinement qui portent l'économie mondiale en coma artificiel. Actuellement, les gouvernements administrent des programmes de soutien économique qui permettent aux ménages et aux entreprises de survivre durant cette période de paralysie des revenus. Déjà, les dépenses gouvernementales atteindront près de 10 % du PIB, et ce, sans compter l'impact négatif sur les revenus d'impôts qui feront gonfler les déficits. Les gouvernements devront mettre en place des plans de relance qui seront aussi importants que ceux de soutien. Les gouvernements pourront compter sur les banquiers centraux pour financer une grande portion de la vague d'endettement à venir. Les conséquences des programmes d'assouplissement quantitatif sont toutefois différentes de celles de 2008. Lors de la crise financière, les banques centrales ont injecté des liquidités dans le système financier, propulsant le prix des actifs en hausse. Cette fois, l'argent est à la fois injecté sur les marchés financiers et dans l'économie réelle. Les banques centrales espèrent pouvoir retirer le soutien monétaire avant que l'inflation ne se manifeste, mais les marchés financiers trouvent toujours une façon de pénaliser les banques centrales lorsqu'ils sont dépourvus de leurs liquidités. L'après COVID-19 sera donc différent et l'inflation devient un risque à long terme sous-estimé compte tenu du marasme à court terme que nous expérimentons tous.