



LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

FÉVRIER 2020

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'économie canadienne a enregistré une croissance annualisée de 0,3 % au quatrième trimestre, contre 1,1 % au trimestre d'avant. Ceci porte le taux annuel de croissance à 1,6 % en 2019, en baisse de 0,4 % par rapport à 2018. Une combinaison de facteurs explique ce ralentissement. Certes, la grève ferroviaire remporte la palme, mais il faut ajouter l'interruption de services d'oléoducs, des récoltes défavorables et les répercussions de la grève des travailleurs de GM aux États-Unis. Par conséquent, les investissements ont chuté de 6,3 % après un gain de 5,6 % au trimestre précédent. En revanche, les dépenses de consommation ont crû de 2,0 % soutenues par l'immobilier résidentiel (1,1 %) et l'emploi.
- La première lecture de l'indice Markit des directeurs d'achat de l'industrie des services aux États-Unis a atteint 49,4 en février, ce qui est inférieur au seuil de 50 qui démarque l'expansion de la contraction. Il s'agit de la lecture la plus faible en 76 mois et un premier repli de l'activité des services en quatre ans. Selon Markit, la faiblesse témoigne des inquiétudes concernant le ralentissement économique mondial et l'épidémie de COVID-19 qui perturbe l'industrie du tourisme et de l'hôtellerie. L'industrie manufacturière est toujours en expansion (50,8), mais le rythme a décéléré par rapport à janvier.
- Conséquence directe de la hausse de la taxe de vente le 1^{er} octobre, l'économie du Japon s'est contractée de 6,3 % en termes annualisés au dernier trimestre de 2019. Il s'agit de la pire chute du PIB depuis le premier trimestre de 2014, lorsque le gouvernement avait également haussé la taxe. La baisse de 11,5 % des dépenses de consommation l'automne dernier est la principale source de la contraction.

ÉVOLUTION DES TAUX

- Dans le but d'apaiser les répercussions économiques du COVID-19, la Réserve fédérale a abaissé son taux directeur de 0,50 % pour le fixer à 1,25 % le 3 mars, une première intervention hors du calendrier fixe de la politique monétaire depuis 2008. En conférence de presse, Jerome Powell s'est montré confiant en réitérant que les fondements de l'économie américaine restent solides, mais dit surveiller étroitement l'impact du coronavirus sur la conjoncture. Selon la Fed, cette baisse détend les conditions financières et rehaussera la confiance des consommateurs.
- La Banque du Canada a suivi son homologue américain en annonçant également une baisse de 0,50 % de son taux directeur le lendemain. « Le COVID-19 constitue un choc négatif substantiel pour les perspectives canadiennes et mondiales, et les autorités monétaires et budgétaires réagissent ». La perturbation des chaînes mondiales d'approvisionnement réduira l'activité et le cours des produits de base. De plus, les barrages des voies ferrées en février nuiront à la croissance du premier trimestre. La Banque s'est aussi dite prête à intervenir à nouveau au besoin.

La paralysie du transport ferroviaire par les manifestants autochtones en février minera la croissance au premier trimestre, tout comme le choc d'offre découlant de la crise du coronavirus. Les éléments en faveur d'une détente monétaire s'additionnent, mais portent aussi un lot de conséquences, notamment celle d'alimenter les braises d'un marché immobilier enflammé.



Après la guerre commerciale sino-américaine, l'industrie manufacturière doit maintenant composer avec un choc dans la chaîne d'approvisionnement. Les fabricants sont forcés de fermer la production pour éviter la propagation du virus ou par manque d'intrants provenant de l'extérieur. Est-ce le temps de revoir le modèle de mondialisation des 30 dernières années?

Cette baisse survient avant même que le coronavirus affecte plus de 250 personnes au Japon. La pire nouvelle pour le Japon serait le report des Jeux olympiques cet été si l'épidémie n'est pas contrôlée.

Comme toujours, les investisseurs ont poussé la Fed à leur prêter main-forte, mais cette fois l'outil est inefficace. En 2008, la crise était financière et le remède devait aussi être financier. Ce geste a créé un mouvement de panique au lieu de rassurer les investisseurs. Aujourd'hui, l'économie a besoin d'un vaccin, pas de taux plus bas. Une baisse de 0,50 % du taux directeur ne poussera pas les gens aux centres d'achats.

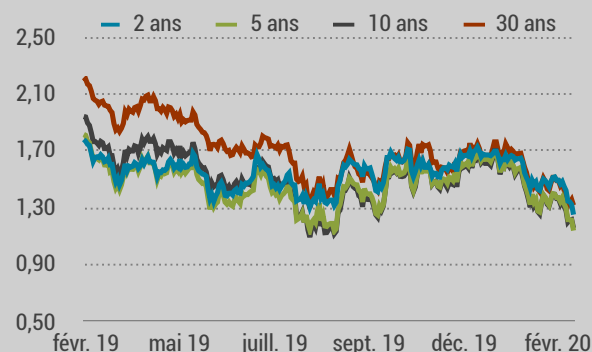
La Banque prend un gros pari. Elle estime que le risque économique du COVID-19 surpasse celui d'une surchauffe du marché immobilier. Les ventes de maisons à Toronto ont crû de 46 % annuellement en février poussant le prix moyen en hausse de 17 %. Si la propagation du virus se stabilise, la Banque aura exacerbé les risques financiers liés à l'endettement.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2020		Variation mois	Variation 2020
29 févr. 2020						
Taux directeur	1,75 %	0,00 %	0,00 %	1,75 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	1,49 %	-0,16 %	-0,17 %	1,27 %	-0,27 %	-0,28 %
2 ans	1,16 %	-0,28 %	-0,54 %	0,91 %	-0,40 %	-0,66 %
5 ans	1,08 %	-0,20 %	-0,61 %	0,94 %	-0,38 %	-0,76 %
10 ans	1,13 %	-0,14 %	-0,57 %	1,15 %	-0,36 %	-0,77 %
30 ans	1,32 %	-0,11 %	-0,44 %	1,68 %	-0,32 %	-0,71 %
ORR 30 ans	0,05 %	-0,06 %	-0,33 %			

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	100	135	175	15	15	15	15	15	15
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	140	190	230	20	20	20	20	20	20
Sun Life, dette subordonnée	A	105	150	190	5	5	5	5	5	5
Hydro One	A high	70	105	150	5	10	10	20	10	20
Enbridge Inc	BBB high	115	170	245	10	15	15	20	20	25
Altalink LP	A	70	100	140	5	15	10	20	10	20
GTAA	A high	70	100	140	10	15	15	20	20	30
Bell Canada	BBB high	110	165	230	10	10	15	15	20	25
Rogers Communications	BBB	105	160	225	10	10	15	15	15	20
Loblaw	BBB	115	170	225	10	10	15	15	15	15
Canadian Tire	BBB high	115	170	225	15	15	20	20	20	20
Province Québec	AA low	48	74	86	6	12	11	15	11	17
Province Ontario	AA low	49	77	89	6	11	11	15	11	16
SCHL	AAA	37	49	---	5	8	9	11		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 7,5 milliards \$ au mois de février, en baisse de 800 millions \$ par rapport au mois précédent, mais 3,2 milliards \$ de plus qu'en février 2019. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires a atteint 15,8 milliards \$, soit 61 % de plus que l'an dernier. L'activité sur le marché du crédit s'est déroulée en deux volets différents au mois de février. Les trois premières semaines ont été actives avec une demande soutenue de la part des investisseurs pour des actifs risqués. L'aversion au risque s'est installée durant la dernière semaine alors que les investisseurs ont réagi au risque de pandémie qui a produit la correction boursière la plus rapide de l'histoire.
- Le ministre des Finances de l'Alberta a déposé son budget qui prévoit un déficit de 6,8 milliards \$ (1,9 % du PIB) pour l'exercice financier 2020-21, soit une légère amélioration par rapport au budget précédent (déficit de 7,5 milliards \$). La province s'attend toujours à retourner à l'équilibre budgétaire durant l'exercice 2022-23 en misant sur un baril de pétrole oscillant près de 58 \$ (WTI) cette année et grimant jusqu'à 63 \$ en 2022-23. La dépendance de la province aux royautés pétrolières est appelée à croître dans les prochaines années, passant de 10,2 % des revenus cette année à 14,7 % au cours de l'exercice 2022-23. Les revenus devraient atteindre 50 milliards \$ cette année, en baisse de 1,9 %, tandis que les dépenses totaliseraient 56,8 milliards \$, incluant une allocation de 750 millions \$ au fonds de prévoyance de la province. Compte tenu du déficit prévu et des dépenses en capital engagées, la dette devrait atteindre 12,1 % du PIB cette année.
- L'agence de notation DBRS a relevé la note de crédit de Rogers Communication de BBB à BBB(high) tout en ramenant ses perspectives à stable. Ce rehaussement souligne l'amélioration durable des bénéfices d'exploitation, la diversification des revenus, la capacité accrue à générer des flux de trésorerie libres et le désendettement amorcé il y a deux ans. DBRS estime tout de même que Rogers oeuvre dans un environnement compétitif au Canada. L'entreprise doit composer avec des changements réglementaires et de nouvelles habitudes de consommation des clients qui mineront les activités de câble et de téléphonie. Malgré les dépenses d'investissement pour la construction du réseau 5G, DBRS s'attend à ce que le ratio d'endettement diminue en raison de l'augmentation des BAIIA dans le temps.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	févr.-20	2020
Univers	100 %	0,71 %	3,64 %
Court terme	41,7 %	0,65 %	1,70 %
Moyen terme	23,0 %	0,84 %	3,75 %
Long terme	35,3 %	0,69 %	5,99 %
Fédéral	34,9 %	1,05 %	3,45 %
Provincial	35,7 %	0,61 %	4,23 %
Sociétés	27,3 %	0,42 %	3,10 %
ORR		1,06 %	5,23 %

Source: ftse.com

À la lumière des risques d'un ralentissement économique lié au coronavirus, aux manifestations autochtones contre les projets d'oléoducs et à la guerre de marché que si livrent la Russie et l'Arabie Saoudite, les prévisions pétrolières de la province sont très optimistes. Ce qui est inquiétant c'est la dépendance grandissante des revenus du pétrole pour équilibrer le budget.

Ce rehaussement de la note ne constitue qu'un réalignement avec les autres agences de notation, donc l'impact sur les écarts de rendement est marginal. Cette industrie fait toutefois face à certains risques politiques. Les libéraux veulent réduire la facture cellulaire pour les contribuables de 25 % en accentuant la concurrence avec un plus grand nombre de petits fournisseurs.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

La propagation croissante du COVID-19 au-delà des frontières chinoises a rapidement changé la perception du risque par les investisseurs et poussé les autorités économiques à réagir. Toutefois, la politique monétaire est plus efficace à résoudre le problème d'une baisse de la demande qu'une perturbation de l'offre, comme c'est le cas avec le COVID-19. Le risque économique vient de l'absence d'un traitement qu'un taux d'intérêt ne peut résoudre. En 2008, les banquiers centraux sont intervenus pour sauver les banques, trop importantes pour faire faillite. Aujourd'hui, ils interviennent pour soutenir un marché boursier trop élevé pour chuter. Pourquoi alors avoir un président à la Fed ou un gouverneur à la Banque du Canada si le marché dicte la politique monétaire? Au lieu de réduire le loyer de l'argent, les autorités économiques devraient explorer des solutions mieux ciblées. Un dépistage et l'hospitalisation payés, des congés d'impôts et des prêts aux entreprises touchées dans la mesure où ils conservent leurs employés ou même une bonification de l'assurance emploi aux employés licenciés. Cette crise de santé publique démontre aussi les failles de l'ordre économique mondial actuel. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement renforcent l'idée de la démondialisation pour sécuriser et contrôler la production en la rapatriant près du siège social. Cette crise pourrait se traduire en intrants plus coûteux, au retour de l'inflation, à l'explosion des déficits gouvernementaux et à la fin de la baisse des taux amorcée il y a 30 ans.