

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

MAI 2019

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- La croissance de l'économie canadienne a atteint 0,4 % en rythme annualisé au premier trimestre, soit un rythme équivalent au trimestre précédent. Le commerce international a freiné l'élan de la demande intérieure au Canada. Les ménages ont dénoué les cordons de la bourse avec une croissance de 3,5 % des dépenses de consommation alors que les projets d'investissements des entreprises ont enregistré un rebond (+13,5 %) après trois trimestres consécutifs de repli. La mise en oeuvre du programme d'amortissement accéléré des investissements explique en partie cette hausse. Les entreprises ont aussi regarni leurs inventaires, contribuant ainsi à la croissance. En revanche, l'immobilier résidentiel demeure en retrait, se contractant pour un cinquième trimestre de suite.
- Le déficit commercial des États-Unis en marchandises a atteint 72,1 milliards \$ en avril, soit le niveau le plus élevé cette année. Les exportations ont fléchi de 4,2 % au cours du mois (134,6 milliards \$) tandis que les importations ont reculé de 2,7 % (216,7 milliards \$). Pour l'année 2018, le solde commercial des États-Unis s'est établi à -622 milliards \$, notamment en raison du déficit lié au commerce des marchandises (-891 milliards \$) puisque les Américains affichent un surplus avec le reste du monde en ce qui a trait aux services (269 milliards \$). Le déficit en marchandises l'an dernier représente un record de tous les temps, et ce, malgré l'imposition de tarifs par l'administration Trump.
- L'économie allemande a crû à un rythme annualisé de 1,6 % au premier trimestre après avoir stagné au trimestre précédent. Ce rebond est attribuable au regain de l'activité de la construction, à une hausse inattendue des exportations, mais surtout à une forte augmentation des dépenses de consommation des ménages, la plus élevée en 8 ans (4,9 %). La croissance combinée des 19 pays de la zone euro a également atteint 1,6 % au premier trimestre.

ÉVOLUTION DES TAUX

- Le statu quo de la politique monétaire canadienne persiste. La Banque du Canada s'est montrée plus enthousiaste envers l'économie canadienne, qualifiant le ralentissement des deux derniers trimestres de temporaire et misant sur une reprise au second trimestre, alimentée par la robustesse de l'emploi, des dépenses d'investissements et une stabilité du marché du logement. Par contre, l'escalade du conflit commercial entre la Chine et les États-Unis force la Banque à user de patience et à conserver un certain degré de détente monétaire en place.
- Jerome Powell a mentionné que la Réserve fédérale surveillait de près les répercussions des négociations commerciales sur les perspectives économiques et qu'elle pourrait prendre des mesures appropriées pour soutenir l'expansion. Ces commentaires s'ajoutent à ceux de Richard Clarida, vice-président de la Fed, qui a indiqué que la politique monétaire est appropriée actuellement à moins que les conditions s'assombrissent du point de vue de l'inflation et des perspectives.

L'analyse des composantes du PIB fait état d'une économie plus vigoureuse que la manchette ne le suggère. La robustesse du marché du travail, notamment avec la création record de 106 500 emplois en avril dernier, continue de soutenir les dépenses de consommation. Le programme d'amortissement accéléré devrait aussi promouvoir les investissements. La seule ombre, tout comme dans l'économie mondiale, demeure le commerce international, gracieuseté de Donald Trump.



Les tarifs de Trump ne permettront pas de résoudre le problème du déficit commercial des États-Unis. Si les Américains importent plus qu'ils n'exportent, c'est parce qu'ils consomment beaucoup plus qu'ils ne produisent. Cette réalité ne changera pas avec les tarifs, elle sera juste déplacée de la Chine vers un autre pays. Par contre, il utilise cette mesure pour forcer les Chinois à cesser leurs pratiques commerciales injustes.

L'Allemagne entretient un lien économique important avec la Chine. Par conséquent, les programmes de relance instaurés en Chine depuis le début de l'année pourraient avoir des répercussions positives pour le secteur de la fabrication en Allemagne.

Le commentaire de la Banque est en lien avec les sources de croissance du premier trimestre. La croissance interne est solide, mais le commerce international est nuisible. L'immobilier devrait se stabiliser et atténuer la vulnérabilité au système financier. En revanche, les changements climatiques sont dorénavant sur la liste des facteurs de risque de la Banque.

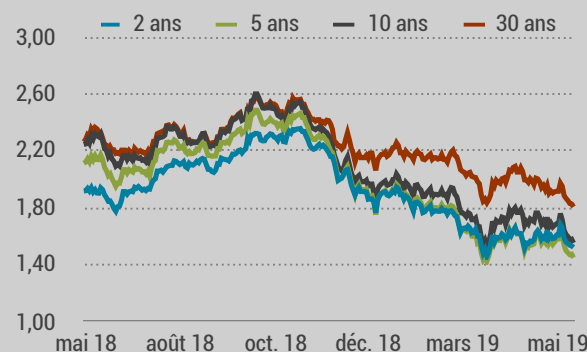
Rien de nouveau sous le soleil. La Fed a souvent indiqué qu'elle agirait pour appuyer l'économie si le conflit commercial avec la Chine venait mettre un frein à la croissance. Le marché obligataire semble forcer la Fed à baisser son taux pour éviter une récession, le marché boursier, toujours haussier, semble en désaccord.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2019		Variation mois	Variation 2019
31 mai 2019						
Taux directeur	1,75 %	0,00 %	0,00 %	2,50 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	1,68 %	0,00 %	0,03 %	2,34 %	-0,07 %	-0,01 %
2 ans	1,43 %	-0,13 %	-0,43 %	1,92 %	-0,34 %	-0,57 %
5 ans	1,37 %	-0,18 %	-0,52 %	1,91 %	-0,37 %	-0,60 %
10 ans	1,49 %	-0,22 %	-0,48 %	2,12 %	-0,38 %	-0,56 %
30 ans	1,77 %	-0,22 %	-0,42 %	2,57 %	-0,36 %	-0,45 %
ORR 30 ans	0,39 %	-0,10 %	-0,37 %			

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 low	110	145	185	10	-25	10	-15	10	-15
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A low	155	200	240	10	-30	10	-20	10	-20
Fortis Inc.	BBB high	115	155	205	5	-25	5	-30	5	-30
Hydro One	A high	90	130	165	0	-25	0	-10	0	-15
Enbridge Inc	BBB high	125	175	250	5	-35	5	-35	20	-25
Encana Corp	BBB	170	235	290	10	-35	10	-35	10	-35
GTAA	---	75	100	125	5	-10	5	-5	5	-15
Bell Canada	BBB high	115	165	230	0	-40	10	-35	10	-30
Rogers Communications	BBB	110	160	225	0	-40	10	-35	5	-35
Loblaw	BBB	120	170	230	0	-45	0	-45	5	-40
Canadian Tire	BBB high	115	165	225	0	-45	0	-45	-5	-45
Province Québec	A high	47	72	81	3	-12	3	-12	0	-15
Province Ontario	AA low	49	76	85	1	-14	2	-13	0	-16
SCHL	AAA	36	45	---	3	-7	-1	-11		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 6,0 milliards \$ au mois de mai, une baisse de 1,1 milliard \$ par rapport au mois précédent et 4,3 milliards \$ de moins qu'en mai 2018. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires des sociétés s'est élevée à 35,3 milliards \$, soit 9,5 % de moins qu'à pareille date l'an dernier. Parmi les émetteurs, notons la présence de Kruger Packaging Holding, la papetière québécoise notée BB (high) par DBRS. L'émission de 125 millions \$ échéant en 2026 porte un taux de coupon de 6 %, soit un écart de 4,41 % de plus qu'une obligation fédérale. En dépit de l'incertitude qui plane sur les marchés financiers en mai, l'émission a cependant attiré trois fois plus de demandes que le montant émis et un total de 32 investisseurs.

La note de crédit de la Banque TD a été rehaussée à AA (high) par l'agence DBRS. Ce rehaussement illustre la saine gestion des risques et du profil financier de la Banque TD, notamment une hausse des bénéfiques aux États-Unis, tout en maintenant une solide performance au Canada. La stratégie de la Banque met encore l'accent sur les activités bancaires aux particuliers, ce qui réduit le risque de financement sur les marchés des capitaux et une meilleure stabilité des bénéfiques. Les activités bancaires aux particuliers au Canada et aux États-Unis génèrent plus de 80 % des bénéfiques de la Banque TD. Ceci comporte un certain degré de risque, puisque la banque est aussi plus exposée à un ralentissement économique canadien où les ménages sont fortement endettés.

L'agence de notation DBRS a aussi annoncé que les perspectives sur la note de crédit de la province de Québec (A high) ont passé de stables à positives. Selon DBRS, « le profil de crédit de Québec s'est constamment amélioré au cours des dernières années grâce à l'engagement des gouvernements successifs à corriger les déséquilibres budgétaires, à réduire le fardeau de la dette et à améliorer le potentiel économique du Québec ». Si la gestion des finances publiques de la province demeure conforme aux attentes de l'agence, celle-ci pourrait relever la note à AA (low) d'ici les 12 prochains mois, soit la même note que la province de l'Ontario. Néanmoins, les tensions commerciales mondiales et les incertitudes sur les prix des produits de base et sur les perspectives de la politique monétaire pourraient assombrir la conjoncture, miner les finances publiques et retarder le rehaussement de la note de crédit.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	mai-19	2019
Univers	100 %	1,69 %	5,56 %
Court terme	42,3 %	0,51 %	2,53 %
Moyen terme	22,8 %	1,38 %	5,36 %
Long terme	34,9 %	3,37 %	9,74 %
Fédéral	35,1 %	1,36 %	3,69 %
Provincial	35,6 %	2,29 %	7,31 %
Sociétés	27,3 %	1,31 %	5,70 %
ORR		1,91 %	7,33 %

Source: ftse.com

Compte tenu de sa note très élevée, il y a peu ou sinon pas de place à l'amélioration dans le futur. Par ailleurs, les mesures d'allègement fiscal de Trump ont permis à la Banque TD d'accroître son bénéfice de 240 millions \$ l'an dernier, cette contribution s'estompera dans le temps. La gestion des risques de la Banque sera mise à l'épreuve lorsque la prochaine récession touchera les ménages canadiens.

Cette annonce a eu très peu d'incidence sur les écarts de crédit, puisque DBRS accuse un retard sur les autres agences qui affichent toutes une note dans la catégorie AA pour la belle province. Il est quand même curieux de voir que la note de la province est 3 échelons sous celle de la Banque TD malgré son pouvoir de taxation et sa saine gestion des finances.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Les tensions commerciales se sont accentuées considérablement au cours du mois de mai, notamment avec la Chine. Cherchant des alliés dans sa lutte commerciale, Trump a décidé de reporter de 6 mois les tarifs sur les importations de véhicules européens et d'annuler les tarifs sur l'aluminium et l'acier imposés au Canada et au Mexique, ouvrant ainsi la porte à une ratification de l'ACEUM. Ces rapprochements illustraient le sérieux des États-Unis dans sa confrontation avec la Chine, accentuant par le fait même les craintes sur les marchés financiers. C'est toutefois la décision d'imposer des tarifs aux produits mexicains en représailles à l'immigration illégale qui a semé la confusion et le désarroi des investisseurs. Les tarifs sont désormais une arme applicables sur tous les conflits géopolitiques. Qui voudra d'une entente avec les États-Unis sachant qu'ils peuvent vous tourner le dos? Impuissants devant ces tarifs, les investisseurs cherchent à forcer la Fed à leur venir en aide. Les taux obligataires de 2 ans ont fléchi de 34 p.c. au mois de mai, la plus forte chute en un mois depuis novembre 2008. Durant la crise financière, la baisse du taux directeur était essentielle à la survie du système bancaire, ce n'est pas le cas aujourd'hui. Les taux baissiers font craindre une récession, mais stimulent également l'économie, notamment le secteur immobilier avec des taux hypothécaires de 30 ans en baisse de 75 p.c depuis le début de l'année. Si la stratégie de Trump est d'affaiblir l'économie pour obtenir une baisse de taux, il s'agit d'un jeu dangereux qui pourrait nuire à sa réélection.