

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

JUIN 2019

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'excellente performance du marché du travail canadien s'est perpétuée au mois de mai. Après avoir enregistré un gain record de 106 500 emplois en avril, l'économie canadienne a ajouté un autre 27 700 emplois en mai, portant la création d'emplois à 249 700 depuis le début de l'année, un contraste marqué par rapport à la même période l'an dernier où 7 600 emplois avaient été perdus. Il s'agit des 5 premiers mois de l'année les plus fructueux depuis 2002 avec 77 % des emplois à temps plein et 76 % provenant du secteur privé. Le taux de chômage est désormais à 5,4 %, un creux historique depuis la publication de cette statistique en 1976.
- Les ventes des détaillants américains ont crû de 0,5 % au mois de mai après avoir augmenté de 0,3 % le mois précédent et de 1,8 % en mars. Des gains ont été répertoriés dans 11 des 13 catégories d'articles, notamment les ventes de véhicules (0,7 %), de produits électroniques (1,1 %), les articles de sport (1,1 %) et la restauration (0,7 %). Au mois de février, seulement 6 catégories de biens avaient enregistré des hausses des ventes. Sur une base annuelle, les ventes ont progressé de 3,2 % en mai.
- Selon la Banque mondiale, la croissance de l'économie mondiale devrait passer de 3,0 % l'an dernier à 2,6 % en 2019, soit le rythme le plus faible depuis la crise financière. La Banque justifie cette décélération par l'incertitude grandissante entourant le commerce international entre certaines grandes économies, accompagnée par une baisse de l'investissement mondial et de la confiance.

ÉVOLUTION DES TAUX

- La Réserve fédérale a conservé son taux directeur à 2,5 %, mais ouvre la porte à une baisse cette année. La Fed observe toujours une expansion soutenue de l'activité économique avec un marché du travail vigoureux et une inflation près de la cible de 2 %. Toutefois, les incertitudes grandissantes sur le commerce international et la modération des pressions inflationnistes récemment pourraient ternir la conjoncture et forcer la Fed à ajuster sa politique pour soutenir l'expansion. Huit membres de la Fed sur 17 anticipent dorénavant une baisse de taux en 2019 alors que James Bullard a voté pour une baisse de 25 p.c. en juin.
- Mario Draghi a mentionné que la Banque centrale européenne (BCE) pourrait envisager dans les prochaines semaines des mesures visant à atténuer les risques surplombant les perspectives économiques du vieux continent. Une réduction du taux de dépôt, déjà à -0,4 % depuis 2016, ou une reprise du programme de rachat d'actifs figure parmi les options. Cette déclaration a soulevé l'ire du président Trump, accusant la BCE de forcer une dévaluation de l'euro et créer un avantage injuste face aux États-Unis.

Certes, il pourrait y avoir un repli dans la création d'emplois dans les prochains mois compte tenu des forts gains récemment. Par contre, l'économie canadienne affiche toujours 506 140 postes vacants, soit 44 295 de plus qu'il y a un an. De plus, 80 % des postes affichés sont liés à des emplois permanents. Les postes à combler au Québec totalisent 114 215, preuve que la pénurie de main-d'oeuvre n'est pas près de disparaître.



Malgré les alertes de récession lancées par le marché obligataire, les ménages demeurent confiants, propulsés par les gains d'emplois et de salaire. L'ascension des ventes dans les domaines comme le sport et l'électronique est encourageante. Ces dépenses discrétionnaires sont généralement les premières à être réduites en période d'incertitude économique.

Ce qui inquiète à la base, c'est que cette guerre est davantage une tentative des États-Unis de contenir l'ambition de la Chine dans le secteur technologique et de la forcer à abandonner ses pratiques commerciales déloyales. Cependant, Trump doit se présenter en élection avec une économie forte, une trêve est donc possible.

La Fed a donc affiché ses couleurs, promouvoir l'expansion et stimuler l'inflation, ouvrant même la porte à une baisse aussi rapide qu'en juillet. Ce qui est inquiétant, c'est qu'elle se fie aux anticipations d'inflation des marchés financiers pour justifier une politique plus expansionniste. Les marchés financiers préchent pour leur portefeuille et non pour le bien de l'économie.

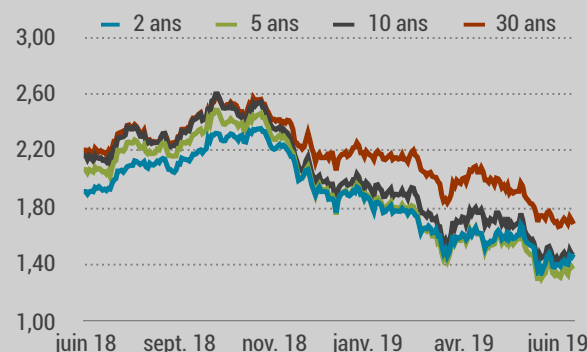
Malgré l'imposition de tarifs à l'endroit de ses partenaires commerciaux, le déficit commercial des États-Unis s'est détérioré. Trump pourrait aussi emprunter l'avenue de la dépréciation du dollar pour améliorer la balance commerciale. Les pressions sur la Fed pour baisser les taux pointent dans cette direction.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

| |  | Variation mois | Variation 2019 |  | Variation mois | Variation 2019 |
|----------------|---|----------------|----------------|---|----------------|----------------|
| 30 juin 2019 | | | | | | |
| Taux directeur | 1,75 % | 0,00 % | 0,00 % | 2,50 % | 0,00 % | 0,00 % |
| 3 mois | 1,66 % | -0,02 % | 0,01 % | 2,09 % | -0,25 % | -0,27 % |
| 2 ans | 1,47 % | 0,05 % | -0,39 % | 1,74 % | -0,18 % | -0,75 % |
| 5 ans | 1,39 % | 0,03 % | -0,49 % | 1,76 % | -0,15 % | -0,75 % |
| 10 ans | 1,47 % | -0,02 % | -0,50 % | 2,00 % | -0,13 % | -0,69 % |
| 30 ans | 1,69 % | -0,08 % | -0,50 % | 2,53 % | -0,04 % | -0,49 % |
| ORR 30 ans | 0,32 % | -0,07 % | -0,44 % | | | |

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 | 100 | 135 | 175 | -10 | -35 | -10 | -25 | -10 | -25 |
| Banque Royale, dette subordonnée FPUNV | A | 145 | 190 | 230 | -10 | -40 | -10 | -30 | -10 | -30 |
| Fortis Inc. | BBB high | 100 | 140 | 195 | -15 | -40 | -15 | -45 | -10 | -40 |
| Hydro One | A high | 75 | 110 | 150 | -15 | -40 | -20 | -30 | -15 | -30 |
| Enbridge Inc | BBB high | 110 | 160 | 230 | -15 | -50 | -15 | -50 | -20 | -45 |
| Encana Corp | BBB | 160 | 225 | 280 | -10 | -45 | -10 | -45 | -10 | -45 |
| GTAA | --- | 60 | 85 | 115 | -15 | -25 | -15 | -20 | -10 | -25 |
| Bell Canada | BBB high | 110 | 155 | 220 | -5 | -45 | -10 | -45 | -10 | -40 |
| Rogers Communications | BBB | 105 | 150 | 215 | -5 | -45 | -10 | -45 | -10 | -45 |
| Loblaw | BBB | 115 | 160 | 220 | -5 | -50 | -10 | -55 | -10 | -50 |
| Canadian Tire | BBB high | 110 | 155 | 215 | -5 | -50 | -10 | -55 | -10 | -55 |
| Province Québec | A high | 43 | 65 | 76 | -4 | -16 | -7 | -19 | -5 | -20 |
| Province Ontario | AA low | 45 | 69 | 80 | -4 | -18 | -7 | -20 | -5 | -21 |
| SCHL | AAA | 31 | 40 | --- | -5 | -12 | -5 | -16 | | |

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 13,1 milliards \$ au mois de juin, une hausse de 7,1 milliards \$ par rapport au mois précédent et 2,1 milliards \$ de plus qu'en juin 2018. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires des sociétés s'est élevée à 48,4 milliards \$, soit 3,3 % de moins qu'à pareille date l'an dernier. Keyera Corp figure sur la liste des nouvelles émissions avec un financement de dette hybride d'une taille de 600 millions \$ échéant en 2079, mais rachetable par l'émetteur en 2029. Notée BB et munie d'un coupon de 6,875 %, cette dette combine les caractéristiques d'une obligation avec son coupon fixe et son échéance, mais aussi celle d'une action compte tenu de la possibilité de différer le paiement de coupon (comme un dividende) sans provoquer un événement de défaut.

La note de crédit de la Banque Royale (RBC) est passée de AA à AA (high) avec perspective stable par l'agence DBRS. Cette amélioration découle des assises solides de la Banque en matière de crédit et de son rendement financier constamment supérieur à ses pairs. La diversification des secteurs d'activité et du territoire géographique couvert soutient également la note. En fait, 38 % du total des produits d'exploitation proviennent de l'extérieur du Canada. Dans son évaluation, DBRS tient en compte la longévité du cycle de crédit, l'importance des activités des marchés des capitaux, l'endettement élevé des ménages canadiens, la possibilité d'un ralentissement du marché immobilier et l'incertitude grandissante sur l'économie mondiale. En dépit d'un marché financier volatil, le bénéfice de la RBC a crû de 5 % annuellement au premier semestre (nov. 18 à avr. 19).

S&P a abaissé la note de crédit de la société TransAlta de BBB- à BB+ avec perspective stable. En mars dernier, Brookfield Renewable Partners a conclu une entente dans le but d'investir 750 millions \$ au sein de TransAlta, dont 350 millions \$ en dette subordonnée et 400 millions \$ en actions privilégiées. Une portion du produit de cet investissement a servi à la mise en oeuvre de la stratégie de transition du charbon au gaz naturel des centrales électriques (350 millions \$), alors que 250 millions \$ seront dédiés à un programme de rachat d'actions étalé sur trois ans. Selon S&P, l'ensemble de cet investissement, incluant les actions privilégiées, est considéré comme une dette, ce qui rehausse le ratio d'endettement en fonction des BAIIA à un niveau supérieur au seuil de confort de l'agence, et ce, pour une période prolongée.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

| Secteurs | Poids | juin-19 | 2019 |
|-------------|--------|---------|---------|
| Univers | 100 % | 0,91 % | 6,52 % |
| Court terme | 43,3 % | 0,14 % | 2,67 % |
| Moyen terme | 22,7 % | 0,53 % | 5,91 % |
| Long terme | 34,0 % | 2,15 % | 12,09 % |
| Fédéral | 34,8 % | 0,34 % | 4,04 % |
| Provincial | 35,5 % | 1,35 % | 8,76 % |
| Sociétés | 27,7 % | 1,06 % | 6,82 % |
| ORR | | 1,38 % | 8,81 % |

Source: ftse.com

Au niveau actuel, la note de la RBC ne devrait plus s'améliorer. L'immobilier canadien demeure toujours source d'inquiétude pour les investisseurs. Toutefois, 37 % de leurs prêts hypothécaires sont assurés (SCHL ou autre) tandis que le ratio prêt-valeur des hypothèques non assurées est de 57 %, ce qui laisse une bonne marge de manoeuvre à la RBC.

Malgré cette décote, l'émetteur TransAlta demeure toujours en territoire de qualité d'investissement au Canada tandis qu'il est considéré rendement élevé aux États-Unis. Pour l'indice FTSE, c'est la note des émissions qui importe et non celle de l'émetteur. Or, Moody's (Ba1) ne publie pas de note par émission pour TransAlta alors que DBRS et Fitch sont toujours dans la catégorie BBB.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

La Réserve fédérale semble tranquillement dresser la table pour réduire son taux directeur cette année, peut-être même aussi tôt qu'en juillet. Est-ce que les taux sont trop élevés ou est-ce le dollar américain qui est trop fort? Les chaînes mondiales d'approvisionnement nécessitent un niveau important de capital afin de maintenir un inventaire adéquat et soutenir les comptes recevables. Or, selon la Banque des règlements internationaux, plus de 80 % du financement des chaînes s'effectue en dollar américain. Ainsi, une appréciation du dollar rend les conditions de crédit plus difficiles pour les entreprises internationales. La hausse des taux aux États-Unis a donc accentué l'appréciation du dollar, réduisant le commerce international et le prix des biens importés aux États-Unis, les deux facteurs à l'origine du demi-tour de la Fed. Cependant, le dollar est aussi fort par dépit. Le Brexit nuit à la livre sterling, l'incohésion des dirigeants européens et l'absence de politique budgétaire centralisée minent l'euro alors que le Japon cherche toujours à se sortir de son marasme. L'objectif de la Fed se dessine davantage: maintenir les taux de court terme bas pour freiner la force du dollar, stimuler l'économie au plein emploi et attiser l'inflation. Les tensions internationales nuisent à la croissance, mais la Fed estime que son coffre à outils pour combattre l'inflation est mieux garni que celui contre une récession. La Fed a donc cédé sous les pressions et nous cuisine une relance au plein emploi, mais la recette pourrait s'avérer amère aux détenteurs d'obligations de long terme averse à l'inflation.