

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

FÉVRIER 2021

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'économie canadienne a crû à un rythme annualisé de 9,6 % au quatrième trimestre, portant la contraction du PIB pour l'année 2020 à 5,4 %, la baisse annuelle la plus prononcée depuis le début de la collecte de données en 1961. Près de 75 % de cette croissance trimestrielle provient d'une augmentation des stocks des entreprises. Les dépenses gouvernementales et les investissements des entreprises ont également propulsé la croissance, tandis que la consommation des ménages est demeurée sensiblement inchangée. Le revenu disponible des ménages a bondi de 10 % en 2020, la plus forte croissance en 4 décennies. Le taux d'épargne des ménages en fonction du revenu disponible s'est établi à 12,7 % au quatrième trimestre.
- Le revenu personnel des Américains a bondi de 10 % en un mois en janvier, stimulé par le plus récent plan de soutien de 900 milliards \$ adopté en décembre dernier. Il s'agit de la seconde croissance mensuelle la plus élevée de l'histoire après avril 2020 (12,4 %). En fait, plus de la totalité de la hausse des revenus (1 954 milliards \$) provient des transferts gouvernementaux (1 977 milliards \$) sous forme de chèque envoyé aux contribuables ou de bonification du programme d'assurance-emploi. Les dépenses personnelles ont aussi augmenté, mais à un rythme plus faible, en hausse de 2,4 % en janvier. Par conséquent, le taux d'épargne des ménages a grimpé à 20,5 % du revenu disponible, contre 13,4 % en décembre dernier.
- L'économie britannique a crû de 1 % entre le troisième et le quatrième trimestre de 2020. Des hausses des dépenses gouvernementales et des investissements des entreprises ont propulsé la croissance. La consommation a légèrement fléchi (-0,2 %) en raison des mesures sanitaires adoptées en novembre. Pour l'année 2020, l'économie a chuté de 9,9 %, la pire baisse depuis le grand gel de 1709, éclipsant aussi la baisse de 9,7 % en 1921 après la Première Guerre mondiale.

ÉVOLUTION DES TAUX

- Les taux obligataires mondiaux ont bondi en 2021 et principalement en février. À titre d'exemple, les taux des obligations de 10 ans aux États-Unis et au Canada ont monté de 34 et 47 points centésimaux (p.c.) en février. Les anticipations d'inflation ont propulsé les taux en début d'année, mais plus récemment, les taux ont réagi davantage aux perspectives favorable de croissance en 2021. En effet, les taux des obligations à rendement réel de 10 ans ont grimpé de 29 p.c. aux États-Unis en février, témoignant d'une croissance plus forte. Les banquiers centraux ne se disent pas inquiets, justifiant la récente hausse par les campagnes de vaccination en cours, la baisse des hospitalisations et l'espoir d'un retour à des conditions plus normales plus tard cette année. Les pressions inflationnistes ne sont pas alarmantes selon la Fed, puisque les anticipations d'inflation demeurent ancrées et ne changent pas soudainement après des décennies d'inflation faible et contrôlée.



En 2020, les Canadiens ont épargné un montant comparable à celui des sept dernières années combinées, soit près de 200 milliards \$ ou 9 % du PIB. Dès que la vaccination s'accéléra et que la vie reprendra son cours normal, les ménages disposeront de sommes importantes à être déployées dans l'économie. Si les pénuries dans les chaînes d'approvisionnement ne s'améliorent pas, les consommateurs pourraient faire face à des hausses de prix importantes pour certains biens.

La distribution du chèque de 600 \$ inclus dans le plan de soutien de 900 milliards \$ a propulsé les ventes au détail de 5,3 % en janvier dernier, soit la 4^e hausse mensuelle la plus importante de l'histoire. Qu'advient-il de la consommation lorsque le Congrès adoptera un plan de 1 900 milliards \$ incluant un chèque de 1400 \$? Une famille de 4 gagnant moins de 150 000 \$ par année recevra 5 600 \$. Les investisseurs peuvent bien craindre la surchauffe.

Le ministre des Finances a annoncé des mesures additionnelles de 65 milliards £ pour les 2 prochaines années pour relancer l'économie, mais il prépare déjà l'après-Covid avec des hausses d'impôts pour les sociétés en 2023. Est-ce que l'austérité est la bonne avenue pour réduire l'endettement ou serait-il préférable d'accepter plus d'inflation pour réduire le ratio de la dette au PIB ?

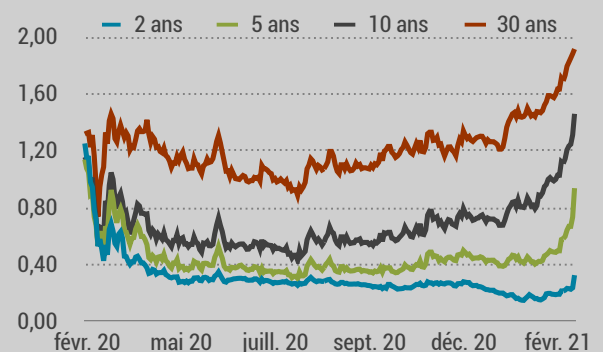
Ce qui est inquiétant n'est pas la montée ni le niveau des taux, mais bien la rapidité à laquelle cette hausse s'est produite. Avant la crise de la Covid, le creux historique atteint pour les obligations américaines de 10 ans était de 1,47 % en 2016. Aujourd'hui, on s'inquiète lorsque les taux reviennent à cette ancienne marque. La Fed a beau dire qu'elle ne s'inquiète pas, mais si la hausse des taux perturbe les marchés financiers et force les investisseurs à revoir les évaluations de certains actifs, elle réagira comme elle a toujours fait. La croissance sera au rendez-vous cette année et les pressions inflationnistes se manifesteront, la direction des taux est donc à la hausse, il faut juste surveiller la vitesse.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2021		Variation mois	Variation 2021
28 févr. 2021						
Taux directeur	0,25 %	0,00 %	0,00 %	0,25 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,12 %	0,06 %	0,05 %	0,03 %	-0,02 %	-0,03 %
2 ans	0,30 %	0,14 %	0,10 %	0,13 %	0,02 %	0,01 %
5 ans	0,88 %	0,45 %	0,49 %	0,73 %	0,31 %	0,37 %
10 ans	1,36 %	0,47 %	0,68 %	1,40 %	0,34 %	0,49 %
30 ans	1,76 %	0,29 %	0,55 %	2,15 %	0,32 %	0,51 %
ORR 30 ans	0,11 %	0,22 %	0,41 %			

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	2021	mois	2021	mois	2021
Banque Royale, dette recapitalisation interne	AA	65	100	150	5	0	5	-5	5	-5
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	95	135	190	5	-5	5	-5	5	-5
Sun Life, dette subordonnée	A	80	120	175	0	-10	0	-10	0	-10
Hydro One	A high	55	85	125	5	5	5	0	0	-5
Enbridge Inc	BBB high	90	140	215	0	-5	-5	-10	0	-20
Altalink LP	A	55	80	120	5	5	5	0	0	-5
GTAA	A high	60	90	130	5	10	5	5	0	0
Bell Canada	BBB high	75	120	190	0	-5	-5	-10	-5	-10
Rogers Communications	BBB	75	120	190	0	-5	-5	-10	-5	-10
Loblaw	BBB high	70	115	185	0	-5	-5	-10	-5	-10
Canadian Tire	BBB	90	140	240	0	-5	-5	-15	-5	-15
Province Québec	AA low	30	54	73	1	0	0	-3	-5	-6
Province Ontario	AA low	35	59	74	2	0	0	-3	-5	-7
SCHL	AAA	23	35	---	3	2	4	3		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 9,5 milliards \$ au mois de février, en hausse de 2,6 milliards \$ par rapport au mois précédent et 2 milliards \$ de plus qu'en février 2020. Depuis le début de l'année, les financements obligataires ont totalisé 16,3 milliards \$, soit 3 % de plus que l'an dernier. Les taux bas sur les obligations gouvernementales ont incité les investisseurs à prendre de plus en plus de risque. Pour la première fois de son histoire, le rendement courant de l'indice d'obligations américaines à rendement élevé Bloomberg Barclay's a chuté sous la barre de 4 %. Cineplex a également procédé à une émission d'obligations de 250 millions \$ avec un coupon de 7,5 %. L'émission a été cinq fois sursouscrite pour un émetteur qui ne dispose d'aucune note de crédit et dont l'industrie est gravement frappée par la crise.

Collectivement, les six grandes banques canadiennes ont annoncé des bénéfices de 13,9 milliards \$ au premier trimestre, en hausse de 11,5 % par rapport à la même période l'an dernier. Les provisions pour créances douteuses ont totalisé 1,57 milliard \$, soit une baisse de 47 % par rapport au premier trimestre de 2020 et 52 % de moins que le trimestre précédent. Les activités dans les domaines de la gestion du patrimoine et du crédit hypothécaire ont contribué à la croissance des bénéfices. Par contre, la pandémie a rendu plus difficile la croissance de certaines activités commerciales, des cartes de crédit et des prêts automobiles. La hausse du revenu disponible a permis aux ménages de réduire leurs soldes de cartes de crédit.

Selon le ministre des Finances de l'Alberta, le déficit atteindra 20,2 milliards \$ pour l'exercice financier se terminant le 31 mars prochain, soit 6,6 % du PIB. Il s'agit d'une légère amélioration par rapport aux prévisions révisées en novembre dernier (21,3 milliards \$). Le déficit l'an prochain devrait atteindre 18,2 milliards \$, incluant 1 milliard \$ pour le transport du pétrole par train et 1,1 milliard \$ supplémentaire pour lutter contre la Covid. Cette prévision mise sur un prix moyen du baril de pétrole (WTI) de 46 \$ contre près de 60 \$ actuellement. L'écart entre le prix du pétrole texan (WTI) et celui canadien (WCS) devrait osciller près de 14,60 \$ selon la province. Une hausse d'un dollar du pétrole ou un rétrécissement de l'écart d'un dollar apporterait près de 200 millions \$ en revenu supplémentaire à la province.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	févr.-21	2021
Univers	100 %	-2,52 %	-3,60 %
Court terme	41,8 %	-0,80 %	-0,68 %
Moyen terme	25,0 %	-3,11 %	-3,58 %
Long terme	33,1 %	-4,19 %	-7,11 %
Fédéral	34,1 %	-2,14 %	-2,97 %
Provincial	37,3 %	-3,23 %	-4,93 %
Sociétés	26,6 %	-1,95 %	-2,48 %
ORR		-3,70 %	-5,91 %

Source: ftse.com

La reprise économique entraînée par la vaccination stimulera le rendement des banques au cours de l'année. Étant donné que la Banque du Canada semble vouloir conserver son taux directeur au plancher pour quelques années, les banques profiteront également d'une courbe de rendement plus abrupte. Les actifs bancaires sont généralement à plus long terme.

Il s'agit d'un estimé conservateur considérant la récente hausse du pétrole en lien avec l'ouverture de l'économie mondiale. Les provinces devront gérer de façon plus prudente puisque la Banque du Canada semble vouloir mettre un terme à son programme d'achats d'obligations provinciales. Néanmoins, le ratio de dette au PIB de l'Alberta demeure faible par rapport aux autres provinces.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

La hausse soudaine des taux de rendement obligataire peut être interprétée comme un signe de confiance accrue du marché par rapport aux perspectives de croissance mondiale. Cette confiance s'exprime aussi sur le marché des produits de base comme le pétrole, le cuivre et le bois d'œuvre qui continuent d'atteindre des sommets. Les vaccins et leur efficacité permettent aussi d'entrevoir une réouverture de l'économie plus tôt cette année. Un troisième plan de soutien aux États-Unis d'une valeur de 1 900 milliards \$ stimulera également la demande au moment où les chaînes d'approvisionnement mondiales sont sous pression dans un contexte de hausses des coûts et des retards. Le marché obligataire s'est donc ajusté à cette nouvelle réalité de croissance élevée, mais l'impact s'est fait ressentir davantage sur les taux de 5 à 10 ans qu'ailleurs sur la courbe. Ce rajustement à la hausse des taux de 5 ans ne doit pas plaire aux banquiers centraux puisqu'il s'agit du terme de financement qui a le plus d'incidence sur la croissance économique, notamment sur le marché hypothécaire. Au lieu d'épuiser des munitions à maintenir les taux de long terme bas, les banquiers centraux devraient concentrer leurs efforts sur les taux de plus court terme si l'objectif est de stimuler l'économie et de revenir au plein emploi. Si les pressions inflationnistes se manifestent, est-ce que les banquiers centraux resserreront rapidement leur politique monétaire ou sommes-nous dans un nouvel environnement où l'inflation est tolérée afin de réduire les ratios d'endettement des gouvernements ?