

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

AOÛT 2019

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'économie canadienne a crû à un rythme annualisé de 3,7 % au second trimestre après avoir enregistré un gain de 0,5 % dans les 3 premiers mois de l'année. Ce rebond est grandement attribuable aux exportations qui ont bondi de 13,4 % alors que les importations se sont contractées de 4,0 %. Les ménages ont contenu leurs dépenses qui n'ont progressé que de 0,5 % alors qu'elles avaient augmenté de près de 3 % auparavant. L'immobilier résidentiel s'est ressaisi (5,5 %) après 3 trimestres de suite de contraction. En revanche, les investissements des entreprises ont chuté de 16,2 %, effaçant ainsi les gains enregistrés au trimestre précédent (14,4 %).
- Les coûts unitaires de main-d'oeuvre aux États-Unis, qui déterminent le coût du travail par unité produite, ont augmenté de 2,4 % au second trimestre tandis que la productivité du travail a augmenté de 2,4 % en termes annualisés. Au cours des 12 derniers mois, les coûts ont crû de 2,5 % et la productivité de 1,8 %. Toutefois, la surprise est venue de la révision des chiffres du premier trimestre. Initialement, le Bureau de la statistique du travail avait indiqué que les coûts unitaires de main-d'oeuvre s'étaient contractés de 1,6 % à l'hiver, pour ensuite réviser les chiffres en hausse de 5,5 % trois mois plus tard.
- L'économie allemande s'est contractée de 0,4 % au second trimestre après avoir crû de 1,6 % à l'hiver. Le recul marqué des exportations a plombé la croissance, se traduisant en contribution négative du commerce international. En revanche, la consommation des ménages, les dépenses publiques et les investissements des entreprises ont augmenté, mais pas suffisamment pour compenser l'impact du commerce extérieur.

ÉVOLUTION DES TAUX

- Avec la baisse généralisée des taux d'intérêt cette année, 30 % du marché obligataire mondial se négociait à taux négatif à la fin du mois, contre 16 % en début d'année. Certains gouvernements comme l'Allemagne, la Suisse et les Pays-Bas peuvent maintenant se financer à taux négatif jusqu'au terme de 30 ans. D'ailleurs, l'Allemagne a pu émettre 2 milliards € avec un taux de coupon de 0 % et un prix de 103,61 €, soit un taux de rendement à échéance de -0,11 %. Si l'investisseur conserve son obligation jusqu'en 2050, il s'assure de perdre 3,61 €.
- Le département du Trésor aux États-Unis étudie sérieusement l'idée d'émettre des obligations de très longue échéance, soit 50 ou même 100 ans. Il s'agirait, pour l'administration Trump, d'un plan de réduction des coûts d'emprunts du déficit qui devrait surpasser 1 000 milliards \$ cette année. A l'heure actuelle, seuls l'Autriche, l'Argentine, le Mexique, la Belgique et l'Irlande ont émis des obligations centenaires. D'ailleurs, le prix de l'obligation de l'Argentine échéant en 2117 a perdu 50 % de sa valeur au mois d'août à la suite de l'élection d'Alberto Fernandez.

Bien que la croissance fut supérieure aux attentes, la demande intérieure finale a été plus faible, notamment les dépenses de consommation malgré un marché du travail robuste. Cependant, le prochain trimestre pourrait être plus reluisant pour les consommateurs avec un marché immobilier qui s'est ressaisi, occasionnant ainsi un regain des dépenses pour les ménages.



Lorsque la productivité du travail ne peut compenser la hausse des salaires, les entreprises n'ont d'autres choix que de transmettre ces coûts aux consommateurs si elles veulent maintenir leurs marges bénéficiaires. Généralement, la hausse de coûts unitaires de main-d'oeuvre se reflète dans l'inflation au cours de la prochaine année.

Malgré des taux d'intérêt négatifs en Allemagne, le secteur manufacturier allemand est en récession alors que celui des services est toujours en expansion. Preuve que le conflit sino-américain a des effets néfastes plus importants que le niveau des taux d'intérêt.

Faute d'intérêt, le marché privé a acheté seulement 40 % de la nouvelle émission de 30 ans en Allemagne. La Bundesbank (banque centrale allemande) a dû de porter acquéreur du reste, ce qu'elle refusait catégoriquement de faire auparavant. Sans l'intervention des banques centrales, les marchés obligataires à taux de rendement négatif ne peuvent subsister.

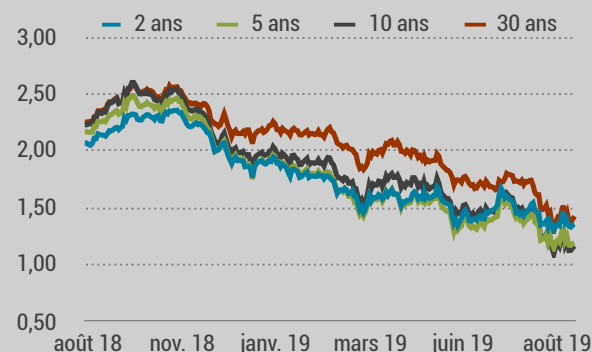
En revanche, l'obligation de l'Autriche a généré un rendement de 73,6 % en 2019 avec un prix se négociant maintenant à plus de 200 € et un rendement à échéance de 0,65 %. Toutefois, avec une durée de plus de 57 ans, les pertes peuvent être importantes si les taux se redressent.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2019		Variation mois	Variation 2019
31 août 2019						
Taux directeur	1,75 %	0,00 %	0,00 %	2,25 %	0,00 %	-0,25 %
3 mois	1,63 %	-0,03 %	-0,03 %	1,97 %	-0,09 %	-0,38 %
2 ans	1,36 %	-0,19 %	-0,51 %	1,53 %	-0,35 %	-0,96 %
5 ans	1,19 %	-0,26 %	-0,70 %	1,41 %	-0,41 %	-1,10 %
10 ans	1,16 %	-0,31 %	-0,80 %	1,53 %	-0,49 %	-1,16 %
30 ans	1,43 %	-0,27 %	-0,76 %	1,99 %	-0,53 %	-1,02 %
ORR 30 ans	0,19 %	-0,13 %	-0,57 %			

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	105	140	180	15	-30	15	-20	15	-20
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	155	200	240	25	-30	25	-20	25	-20
Fortis Inc.	BBB high	105	145	205	15	-35	15	-40	20	-30
Hydro One	A high	85	115	160	15	-30	15	-25	15	-20
Enbridge Inc	BBB high	125	175	245	15	-35	20	-35	20	-30
Encana Corp	BBB	185	245	315	25	-20	20	-25	35	-10
GTAA	---	70	95	125	10	-15	10	-10	10	-15
Bell Canada	BBB high	120	170	230	20	-35	25	-30	20	-30
Rogers Communications	BBB	115	160	225	20	-35	20	-35	20	-35
Loblaw	BBB	125	170	230	20	-40	20	-45	20	-40
Canadian Tire	BBB high	120	165	225	20	-40	20	-45	20	-45
Province Québec	A high	46	69	82	3	-13	4	-15	6	-14
Province Ontario	AA low	48	73	86	4	-15	5	-16	7	-15
SCHL	AAA	34	44	---	3	-9	3	-12		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 5,0 milliards \$ au mois de juillet, une baisse de 1 milliard \$ par rapport au mois précédent et aussi par rapport au mois d'août 2018. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires des sociétés s'est élevée à 59,4 milliards \$, soit 2,6 % de moins qu'à pareille date l'an dernier. Dans cet environnement d'incertitude, la performance des obligations de crédit en 2019 est impressionnante et va à l'encontre des craintes d'une récession. Les obligations provinciales de long terme ont produit un rendement de 17,4 % au cours des 8 premiers mois de l'année alors que les titres de sociétés de même terme ont généré 16,0 %. Toutefois, la palme revient aux obligations de communication de long terme avec un rendement de 18,0 % en 2019.

Collectivement, les six grandes banques canadiennes ont dégagé un bénéfice de 12,3 milliards \$ au troisième trimestre, en hausse de 4,8 % par rapport à la même période l'an dernier. La Banque Royale et la Banque TD ont chacune annoncé des bénéfices de 3,3 milliards \$ pour un trimestre. Seules la Banque TD et la Banque Nationale ont affiché une amélioration des résultats de l'ensemble de leurs activités. Pour d'autres, comme la Banque Scotia, CIBC et la Banque Royale, les bénéfices générés par les opérations des marchés des capitaux ont été plus faibles qu'au troisième trimestre l'an dernier en raison d'une baisse des revenus tirés des transactions. Toutefois, la majorité des institutions ont augmenté les provisions pour créances douteuses dans cet environnement empreint d'incertitude.

La compagnie allemande Siemens a effectué un emprunt sur les marchés des capitaux totalisant 3,5 milliards €, dont 1,5 milliard sur deux et cinq ans. Ces dernières obligations sont munies d'un coupon de 0 % et ont été offertes avec des taux de rendement négatifs. Les deux milliards € restants sont empruntés sur de plus longues périodes (10 et 15 ans) et offraient des taux de coupon minimes. Pour ce qui est de l'obligation de 2 ans, le taux de rendement offert était de -0,315 %, ce qui constitue l'obligation de société avec le plus faible rendement jamais enregistré. Pour sa part, celle de 5 ans offrait un taux de rendement de -0,206 %. À la fin du mois d'août, l'encours mondial des obligations de sociétés qui se négociaient avec des rendements négatifs totalisait 1 151 milliards \$. En début d'année, cette somme était presque nulle.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	août-19	2019
Univers	100 %	1,88 %	8,70 %
Court terme	42,5 %	0,66 %	3,34 %
Moyen terme	22,7 %	1,88 %	8,05 %
Long terme	34,8 %	3,41 %	16,40 %
Fédéral	35,1 %	1,80 %	5,81 %
Provincial	35,5 %	2,45 %	11,67 %
Sociétés	27,4 %	1,21 %	8,57 %
ORR		1,80 %	11,27 %

Source: ftse.com

Étant donné le niveau élevé d'endettement des ménages canadiens et les faibles perspectives de croissance sur le marché des prêts hypothécaires dans les dernières années, les résultats financiers de nos banques canadiennes témoignent de leur solidité et de la diversité de leurs activités.

Il y a une énorme différence entre un émetteur souverain qui a un pouvoir de taxation pour garantir sa dette et une société privée. L'idée d'acheter une obligation de société à rendement négatif, avec un risque de cycle économique et de défaut, dépasse l'entendement. En même temps, pourquoi acheter cette obligation s'il y avait un risque de récession mondiale?

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Les marchés financiers ne semblent pas s'accorder sur les risques d'une récession. Certes, l'inversion de la courbe de taux a été un signe précurseur des dernières récessions. Bien que la baisse des taux de 10 ans fait craindre une récession, la bonne performance des marchés boursiers et des obligations à rendement élevé témoigne d'une autre réalité. Toutefois, on peut toujours se questionner aujourd'hui sur la force du signal de l'inversion de la courbe de rendement avec la manipulation des taux orchestrée par les programmes d'assouplissement quantitatif des banquiers centraux. La baisse des taux de long terme est aussi le résultat d'acheteurs étrangers qui doivent composer avec des courbes de taux à rendements négatifs jusqu'à l'échéance de 30 ans. En fait, près de 30 % du marché obligataire mondial se négocie à rendement négatif. Même l'or, qui n'offre aucun revenu, devient attrayant lorsque plusieurs placements sont à rendement négatif. Les obligations américaines deviennent donc une alternative payante pour les investisseurs étrangers, d'autant plus que le dollar américain demeure fort. Pourrions-nous voir des rendements négatifs en Amérique du Nord? Les systèmes financier et bancaire mondiaux ne peuvent survivre s'il n'y a plus d'alternative positive pour les actifs non risqués. Nous vivons tout de même avec un président américain imprévisible qui peut faire chavirer la situation avec un tweet s'il croit que sa réélection est en péril. L'analyse fondamentale demeure toujours l'outil de choix pour traverser l'incertitude.