

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

SEPTEMBRE 2020

- Les reventes de maisons ont augmenté de 6,2 % mensuellement au Canada en août, et ce, après un énorme bond de 26 % en juillet. La hausse des reventes a atteint 33,5 % au cours de la dernière année. Les nouvelles inscriptions ont également fait un bond en août, avec une hausse de 10,6 % sur un mois. Il s'agit de la première fois depuis la réouverture du marché immobilier après le confinement que les inscriptions dépassent les ventes. L'excès de demande dans les derniers mois a propulsé le prix moyen des transactions en hausse de 18,5 % dans la dernière année au pays. À Montréal, les ventes ont crû de 38,8 % sur un an, forçant les prix en hausse de 21 % sur la même période.
- Le déficit budgétaire américain a atteint 200,1 milliards \$ au mois d'août, portant le déficit cumulatif à 3 007 milliards \$ avec seulement un mois à compléter à l'exercice financier (se terminant le 30 septembre 2020). À pareille date l'an dernier, le déficit s'élevait à 1 067 milliards \$. Les dépenses au cours des 11 premiers mois de l'exercice fiscal ont atteint 6 054 milliards \$ contre 4 155 milliards \$ l'an dernier, soit une hausse de 45,7 %. Les revenus sont demeurés sensiblement inchangés à 3 046 milliards \$ contre 3 088 milliards \$ en 2019.
- Le taux annuel d'inflation dans la zone euro a atteint -0,3 % au mois de septembre, un second mois consécutif de déflation et un creux des 4 dernières années. L'inflation de base, qui soustrait les prix des éléments volatils comme l'alimentation, l'énergie et le tabac, a atteint un creux historique à 0,2 % en variation annuelle. L'absence d'inflation ouvre la porte à une bonification du programme de rachat d'obligations par la Banque centrale européenne d'ici la fin de l'année.

Une partie de cette hausse est le résultat d'une demande refoulée à la suite de la fermeture du marché pendant près de 3 mois au milieu de la saison forte. Par contre, certains facteurs de robustesse persistent. Les taux hypothécaires sont à un creux historique, la demande démographique des milléniaux demeure présente et le revenu disponible des ménages est en hausse, gracieuseté des programmes gouvernementaux. En revanche, les perspectives pour l'immobilier commercial avec ses espaces de bureaux sont plus sombres.

Le déficit en pourcentage du PIB s'annonce comme étant le plus élevé depuis la Seconde Guerre mondiale. Toutefois, la hausse de près de 2 000 milliards \$ du déficit a été financée en totalité par la Réserve fédérale qui a acheté pour 2 116 milliards \$ en obligations du Trésor cette année. La Théorie monétaire moderne en application.



La pandémie a modifié les habitudes de consommation des ménages. Les voyages ont été remplacés par des piscines, des vélos électriques ou une rénovation de logement. Puisque la pandémie a changé le panier de consommation, est-ce que celui utilisé dans le calcul d'inflation est toujours adéquat?

ÉVOLUTION DES TAUX

- Tel qu'anticipé, la Réserve fédérale a conservé son taux directeur à 0,25 % à l'issue de sa réunion du mois de septembre. Ce taux demeurera inchangé jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint des niveaux conformes aux évaluations du comité concernant l'emploi maximum. L'inflation devra aussi dépasser modérément 2 % pendant un certain temps. Selon les prévisions des membres du comité, le taux directeur restera à ce niveau plancher jusqu'en 2023.
- La Banque centrale européenne (BCE) a conservé son taux directeur et son programme de rachat d'actifs inchangés à l'issue de sa réunion sur la politique monétaire. Toutefois, en conférence de presse, Christine Lagarde a souligné la robustesse de l'euro contre le dollar américain récemment. Bien que l'appréciation de près de 10 % de l'euro face au dollar américain ne soit pas encore un boulet aux exportateurs européens, la tendance est inquiétante aux yeux de la BCE.

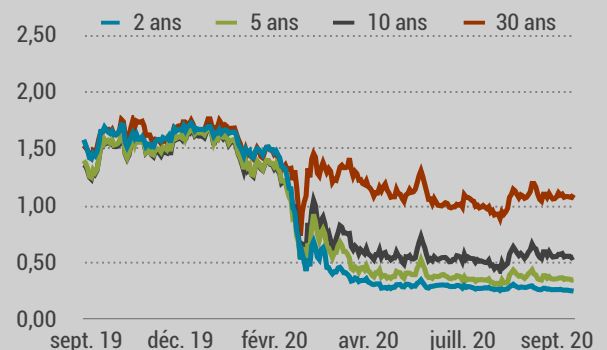
L'idée d'une cible d'inflation moyenne à 2 % fait son chemin chez les banquiers centraux. Christine Lagarde a indiqué que la BCE étudiait cette proposition. Avec cette approche, la politique monétaire demeurera accommodante même lorsque l'écart de production sera comblé. Il faudra un taux de chômage inférieur à 4 % et un taux d'inflation supérieur à 2 % pour que la Fed commence à relever son taux d'intérêt directeur. La Fed est la première banque centrale à adopter ce nouveau cadre monétaire, mais d'autres suivront. Il s'agit d'un changement majeur dans la conduite de la politique monétaire. Au lieu d'agir de façon préventive pour maîtriser l'inflation, la Fed sera dorénavant réactive aux facteurs inflationnistes.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2020		Variation mois	Variation 2020
30 sept. 2020						
Taux directeur	0,25 %	0,00 %	-1,50 %	0,25 %	0,00 %	-1,50 %
3 mois	0,12 %	-0,02 %	-1,54 %	0,09 %	-0,00 %	-1,45 %
2 ans	0,25 %	-0,03 %	-1,45 %	0,13 %	-0,00 %	-1,44 %
5 ans	0,36 %	-0,04 %	-1,33 %	0,28 %	0,01 %	-1,41 %
10 ans	0,56 %	-0,06 %	-1,14 %	0,68 %	-0,02 %	-1,23 %
30 ans	1,11 %	-0,06 %	-0,65 %	1,46 %	-0,02 %	-0,93 %
ORR 30 ans	-0,20 %	-0,03 %	-0,58 %			

Source: Bloomberg

ÉVOLUTION DES TAUX CANADIENS



PRIMES DE RISQUE DES OBLIGATIONS DE CRÉDIT

Émetteurs	Note de crédit DBRS	Variations								
		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	90	120	165	0	5	0	0	5	5
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	135	170	225	-5	15	-5	0	0	15
Sun Life, dette subordonnée	A	110	145	190	5	10	5	0	0	5
Hydro One	A high	75	110	155	5	15	10	25	10	25
Enbridge Inc	BBB high	125	175	255	5	25	15	25	10	35
Altalink LP	A	70	105	150	5	15	10	25	10	30
GTAA	A high	95	130	175	0	40	0	50	10	65
Bell Canada	BBB high	105	155	225	5	5	10	5	15	20
Rogers Communications	BBB	100	150	220	5	5	10	5	15	15
Loblaw	BBB high	95	145	215	0	-10	5	-10	10	5
Canadian Tire	BBB	130	180	270	0	30	-10	30	0	65
Province Québec	AA low	33	68	86	-7	-3	-1	9	3	17
Province Ontario	AA low	38	71	87	-5	0	-2	9	2	14
SCHL	AAA	23	36	---	-2	-6	-3	-2		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 10,8 milliards \$ au mois de septembre, en hausse de 5,9 milliards \$ par rapport au mois précédent, mais 3,6 milliards \$ de moins qu'en septembre 2019. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires a totalisé 91 milliards \$, soit 23 % de plus qu'à pareille date l'an dernier. A l'instar de la Banque Royale plus tôt cette année, trois autres banques canadiennes (Banque Nationale, Banque de Montréal et CIBC) ont émis des billets de capital à recours limité. Les 4 émissions en circulation cette année totalisent 4,25 milliards \$. Rappelons qu'il s'agit d'un billet avec une échéance de 60 ans, mais rachetable au gré de l'émetteur après 5 ans. Les banques émettent simultanément des actions privilégiées qui sont placées en fiducie et servent de garantie au billet dans l'éventualité d'un défaut de la banque.

La province de la Colombie-Britannique a révisé ses comptes publics pour l'exercice financier 2019/20 qui a vu la province passer d'un excédent de 203 millions \$ estimé dans le budget de février à un déficit modeste de 321 millions \$ (0,1% du PIB nominal). Par contre, le déficit est appelé à exploser durant l'exercice en cours en raison de la pandémie. La province prévoit un déficit de 12,5 milliards \$ (5 % du PIB) contre un surplus de 300 millions \$ prévu lors du budget de février dernier. Le besoin d'emprunt à long terme de la province pour 2020/21 est maintenant estimé à 21,1 milliards \$, contre 8,3 milliards \$ avant la pandémie. La province a déjà réalisé 73 % de son programme de financement. La majorité des emprunts ont été effectués sur le marché canadien.

Selon la firme Dealogic, la somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés américaines au troisième trimestre a atteint 386 milliards \$, dont 119 milliards \$ en obligations à rendement élevé. Il s'agit d'un montant record d'émission pour un troisième trimestre. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires a atteint 1 457 milliards \$, surpassant l'ancienne marque établie en 2017 (898 milliards \$). Le programme de rachat d'obligations de sociétés de la Réserve fédérale a contribué à cet engouement. Au 30 septembre, la Fed avait acheté pour 45 milliards \$ en obligations de sociétés cette année. Cette intervention a permis aux écarts de rendement des obligations de sociétés de qualité d'investissement de passer de 3,73 % au mois de mars à 1,36 % à la fin du mois de septembre.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	sept.-20	2020
Univers	100 %	0,32 %	8,00 %
Court terme	42,0 %	0,16 %	4,80 %
Moyen terme	23,8 %	0,44 %	9,40 %
Long terme	34,2 %	0,41 %	10,99 %
Fédéral	33,4 %	0,41 %	7,55 %
Provincial	37,8 %	0,43 %	9,20 %
Sociétés	26,7 %	0,01 %	6,82 %
ORR		0,03 %	10,99 %

Source: ftse.com

Les provinces canadiennes sont confrontées à des déficits pour l'exercice en cours qui surpassent ceux de la crise financière de 2008-2009. Les baisses de revenus, la hausse des dépenses (surtout en santé) et la croissance des emprunts sont susceptibles de nuire aux notes de crédit. A cet égard, celle de la Colombie-Britannique demeure AAA, mais deux agences ont une perspective négative.

Le programme de soutien de la Fed sur le marché des obligations de sociétés a stimulé la demande des investisseurs, permettant aux emprunteurs de protéger leurs bilans contre les effets de la pandémie. Les interventions de la Fed ont permis d'améliorer la liquidité sur le marché, mais ne pourront pas prémunir les investisseurs contre le risque de solvabilité résultant de cette pandémie.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Depuis le début de la pandémie, les marchés financiers ont été soutenus par les programmes d'intervention des banquiers centraux qui ont sorti des bornes imposées lors de la crise financière pour acheter dorénavant des actifs de plus en plus risqués. Ce soutien aux marchés jumelé à la générosité des programmes d'aide gouvernementaux a permis une reprise rapide de l'économie. Néanmoins, les élections présidentielles pourraient assombrir le portrait pour les investisseurs au mois d'octobre. L'insistance du président Trump sur les bulletins de vote truqués et la fraude électorale généralisée a manifestement fait naître le spectre d'une crise constitutionnelle à partir du 3 novembre, surtout s'il perd de peu. Dans cette éventualité, il est possible que nous ne sachions pas le résultat de cette élection avant des semaines, voire même des mois. Chose certaine, une contestation juridique apporterait son lot d'incertitude sur les marchés financiers au moment même où la Covid s'intensifie. Des sondages donnant une avance claire à un parti dans les 6 États clés seraient moins dommageables pour les marchés financiers. La probabilité d'une vague bleue (démocrates) est non négligeable. Si les démocrates reprennent le contrôle de la présidence et du Congrès, les mesures de relance économique seront plus faciles à adopter. Leur plan économique mise sur une hausse des dépenses, notamment en infrastructure. Ce stimulus budgétaire jumelé au nouveau cadre de politique monétaire moins préventif pourrait alimenter l'inflation, ce qu'écartent les taux de long terme actuellement.