

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

AVRIL 2020

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'emploi au Canada a chuté de 2 millions au mois d'avril, portant le taux de chômage à 13 %, en hausse de 7,8 %. Le Québec, épice de la pandémie au pays, a été durement touché par cette crise avec une perte de 821 000 postes, soit 41 % de tous les emplois perdus au pays. Le taux de chômage se hisse dorénavant à 17 %, un sommet historique. Toutefois, plusieurs personnes sans emploi (1,1 million) n'ont pas été comptabilisées en tant que chômeurs puisqu'ils n'ont pas cherché d'emploi durant la période à l'étude. Les entreprises étant fermées, les occasions de trouver du travail étaient limitées. En comptabilisant ces personnes, le taux de chômage aurait grimpé à 17,8 %.
- L'économie américaine a aussi été paralysée à la fin du mois de mars, causant une contraction de 4,8 % du PIB en termes annualisés au premier trimestre. Les mesures de confinement ont entraîné une chute des dépenses de consommation des ménages (-7,6 %), notamment les ventes de véhicules, les services de santé et la restauration. En revanche, la consommation d'aliments a enregistré un bond. Les investissements des entreprises ont chuté (-8,6 %), mais l'immobilier résidentiel a connu une forte expansion (21 %) difficilement soutenable. Le commerce extérieur a contribué à la croissance uniquement parce que la chute des importations était plus prononcée que celle des exportations.
- Touchée par la Covid-19 avant l'Amérique du Nord, l'économie de la zone euro s'est contractée de 14,4 % au premier trimestre, soit la pire performance depuis que l'on comptabilise un PIB pour la zone (1995). La France, l'Espagne et l'Italie, durement frappées par la pandémie, ont enregistré des chutes marquées de l'activité. En revanche, la Suède (hors de la zone), qui n'a pas appliqué de mesures strictes de confinement, a vu son économie fléchir de 1,2 % durant la même période.

ÉVOLUTION DES TAUX

- La Banque du Canada a élargi ses mesures de stimulation monétaire en introduisant deux nouveaux programmes de rachat d'actifs. En plus du programme de rachat de bons du Trésor provinciaux, la Banque a annoncé un programme d'achat d'obligations provinciales d'une valeur de 50 milliards \$. La Banque achètera aussi 10 milliards \$ en obligations de sociétés canadiennes d'un terme de 5 ans et moins et ayant une note de crédit minimale de BBB-. Les modalités de ce programme devraient être publiées sous peu. Ces deux nouveaux programmes seront en vigueur pour une période de 12 mois à partir de mai 2020.
- La Réserve fédérale a précisé certains détails de son programme de rachat d'obligations de sociétés. D'une valeur de 750 milliards \$, ce programme permettra à la Fed d'acheter des obligations sur le marché primaire et secondaire dont la note de crédit minimum est de BBB- au 22 mars. Les titres dégradés depuis cette date seront donc admis dans le programme de rachat.



Bien qu'il s'agisse d'une perte historique d'emplois, ce chiffre sous-estime l'impact de la Covid sur l'emploi. En plus du 1,1 million de personnes qui ne sont pas comptabilisées comme chômeur, 2,5 millions de travailleurs ont fait moins de la moitié de leurs heures habituelles. La sous-utilisation du travail est donc majeure. La prestation canadienne d'urgence (PCU) pourrait nuire à la reprise de l'emploi. Pourquoi retourner au travail si la PCU offre 12,50 \$ à temps plein pendant 4 mois à la maison?

Cette contraction est survenue avec seulement deux semaines de confinement. Le second trimestre sera donc un désastre. Une baisse de près de 40 % du PIB ne peut être écartée, d'autant plus que l'emploi a chuté de 20,5 millions uniquement au mois d'avril. Cette pandémie aura donc effacé tous les emplois créés depuis la reprise en juin 2009. Une fois le confinement levé, l'économie roulera au mieux à 75 % de sa capacité au départ.

La Commission européenne prévoit une contraction de 7,4 % du PIB cette année et s'inquiète de la stabilité de la zone. Les pays du sud, gravement touchés, réclament de l'aide, mais l'Allemagne et les Pays-Bas adoptent toujours une ligne dure. Sans réponse concertée, les nations meurtries se sentiront abandonnées par ce concept d'union.

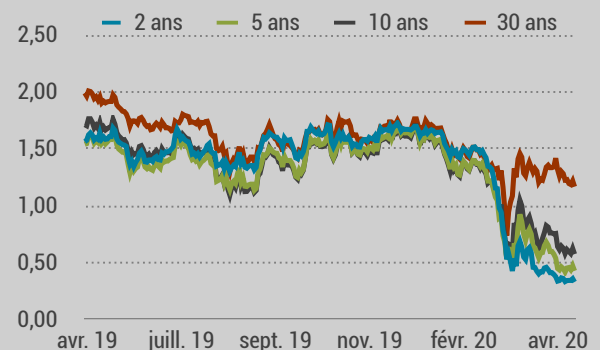
Bien que l'intention de ces programmes soit louable à court terme et visait à améliorer la liquidité sur les marchés financiers, il ne faut pas négliger les conséquences à long terme. En acceptant certains titres à rendement élevé, la Fed crée un risque d'aléa moral en véhiculant le message que le gouvernement sera là pour vous sauver même si vous mettez votre bilan à risque. Cette mesure permet de maintenir en vie des entreprises zombies qui devraient être pénalisées d'emprunter pour racheter leurs actions. Par contre, l'emprunt est rendu possible en premier lieu parce que la politique monétaire est trop expansionniste et incite à la prise de risque. Un cercle vicieux dont la Fed aura de la difficulté à se sortir sans éclat.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2020		Variation mois	Variation 2020
30 avr. 2020						
Taux directeur	0,25 %	0,00 %	-1,50 %	0,25 %	0,00 %	-1,50 %
3 mois	0,26 %	0,01 %	-1,40 %	0,08 %	0,02 %	-1,46 %
2 ans	0,31 %	-0,11 %	-1,39 %	0,20 %	-0,05 %	-1,37 %
5 ans	0,39 %	-0,20 %	-1,30 %	0,36 %	-0,02 %	-1,33 %
10 ans	0,55 %	-0,15 %	-1,16 %	0,64 %	-0,03 %	-1,28 %
30 ans	1,13 %	-0,18 %	-0,64 %	1,28 %	-0,04 %	-1,10 %
ORR 30 ans	0,16 %	-0,15 %	-0,22 %			

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	2020	mois	2020	mois	2020
Banque Royale, dette recapitalisation interne	AA	155	185	220	-90	70	-85	65	-80	60
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	225	255	290	-105	105	-100	85	-95	80
Sun Life, dette subordonnée	A	205	235	270	-105	105	-100	90	-95	85
Hydro One	A high	120	145	175	-55	60	-50	60	-40	45
Enbridge Inc	BBB high	240	275	310	-90	140	-90	125	-105	90
Altalink LP	A	115	140	170	-55	60	-50	60	-40	50
GTAA	A high	130	150	180	-55	75	-60	70	-55	70
Bell Canada	BBB high	155	185	240	-100	55	-95	35	-80	35
Rogers Communications	BBB	150	180	235	-100	55	-95	35	-80	30
Loblaws	BBB	145	175	230	-115	40	-110	20	-95	20
Canadian Tire	BBB high	210	240	295	-55	110	-50	90	-35	90
Province Québec	AA low	58	81	94	-29	22	-35	22	-26	25
Province Ontario	AA low	60	84	97	-28	22	-34	22	-26	24
SCHL	AAA	40	48	---	-10	11	-17	10		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 18,5 milliards \$ au mois d'avril, en hausse de 7,6 milliards \$ par rapport au mois précédent et 11,3 milliards \$ de plus qu'en avril 2019. Il s'agit d'un record mensuel pour les nouvelles émissions, devançant de loin l'ancienne marque qui remonte à septembre 2015 (13,2 milliards \$) et surpassant aussi les mois qui ont suivi la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Cet environnement favorable au crédit depuis l'annonce de la Banque du Canada a permis à la Banque TD d'obtenir le plus gros financement obligataire de l'histoire pour une société canadienne (3 milliards \$ pour un terme de 5 ans). Les records s'accumulent aussi aux États-Unis où les émetteurs de qualité d'investissement ont procédé à des financements totalisant 296,6 milliards \$ au mois d'avril, portant la somme en 2020 à 807,1 milliards \$, du jamais vu.

La demande pour les titres de crédit a été propulsée par les programmes de soutien des banquiers centraux, mais les agences de notation témoignent d'une tout autre réalité. Depuis le début de l'année, l'agence de notation S&P a dégradé ou mis sous surveillance négative 20 % des sociétés et des émetteurs souverains qu'elle notait. Cette proportion grimpe à plus de 60 % pour les secteurs les plus touchés, tels que l'automobile et le divertissement. Uniquement au premier trimestre, S&P a émis 17 avis d'amélioration de crédit pour 100 avis de dégradation. L'an dernier, le nombre d'avis d'amélioration était de 53 pour 100 dégradations. Les défauts sont aussi en hausse. Au cours des 4 premiers mois de l'année, S&P a dénombré 62 faillites, dont 31 uniquement en avril. Les industries du commerce de détail, de la restauration, du divertissement et de l'énergie pétrolière et gazière ont été les plus touchées.

Les fiducies de placement immobilier ont aussi été perturbées par la Covid alors que les commerçants au détail peinent à payer leur loyer. H&R REIT, qui possède plusieurs centres commerciaux au Canada, n'a perçu que 56 % des loyers dus en avril par ses locataires du commerce de détail et 40 % s'ils sont localisés dans un centre commercial. En revanche, la quasi-totalité des locataires d'édifice à bureaux a payé leur loyer du mois d'avril. La situation est similaire pour RioCan REIT qui a récolté 66 % des loyers des commerçants, mais 96 % des loyers des locataires en immeuble résidentiel. Le programme fédéral d'aide au locataire pourrait améliorer la situation au mois de mai.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	avr.-20	2020
Univers	100 %	3,79 %	5,41 %
Court terme	40,7 %	1,33 %	3,20 %
Moyen terme	23,3 %	3,32 %	6,74 %
Long terme	36,0 %	7,07 %	7,24 %
Fédéral	34,4 %	1,55 %	6,76 %
Provincial	37,3 %	5,22 %	6,57 %
Sociétés	26,2 %	4,75 %	2,15 %
ORR		3,57 %	3,62 %

Source: ftse.com

Les banquiers centraux ont beau intervenir pour aider les entreprises à obtenir du financement en soutenant la demande pour les obligations, elles ne peuvent les aider à renflouer les revenus au niveau d'avant crise. Cette nouvelle réalité économique est exprimée par les agences et la valse des dégradations et des faillites ne fait que débiter. L'analyse fondamentale est donc plus essentielle que jamais.

Plusieurs prétendent que cette pandémie modifiera notre façon de magasiner et de travailler dans le futur, réduisant la nécessité de détenir autant de pieds carrés en location. Ce discours était aussi présent après les attaques sur New York en 2001 où l'avenir des gratte-ciel était condamné. La réalité est pourtant tout autre. Il est trop tôt pour enterrer les centres commerciaux et les immeubles de bureaux.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

En seulement 6 semaines, le Congrès américain a adopté des mesures de soutien qui totalisent 3 600 milliards \$ US, une mobilisation sans précédent qui démontre l'ampleur du désastre économique. Pour financer ces dépenses, le Trésor américain émettra un montant record de 3 000 milliards \$ uniquement au second trimestre et plus de 4 500 milliards \$ cette année. Autant d'emprunts ne pourraient être possibles sans l'apport de la Réserve fédérale qui a augmenté son bilan de 2 400 milliards \$ en quelques semaines en achetant des obligations du Trésor et des titres de créances hypothécaires. Ces achats effectués sont l'équivalent de ce que la Fed a effectué pendant 3 ans après la crise financière. Par conséquent, la masse monétaire aux États-Unis (M2) est en hausse de 20 % sur un an alors que l'augmentation n'était que de 10 % durant la crise financière. La Fed a aussi mis de l'avant un programme de rachat d'obligations municipales, de sociétés et d'États qui devrait débiter sous peu. En somme, les interventions monétaires et fiscales américaines totalisent 8 300 milliards \$, soit l'équivalent de 25 000 \$ par personne qui seront injectés sur les marchés financiers et dans l'économie, et ce n'est pas fini. Le Congrès travaille déjà sur un nouveau programme de dépenses. La hausse sans précédent de l'endettement et de la masse monétaire auront des conséquences importantes à moyen et long terme sur la vitalité de l'économie et l'inflation. La Fed croit pouvoir retirer les liquidités à temps. Ce fut difficile après 2008, ça sera presque impossible après la Covid.