

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

JANVIER 2020

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Après avoir subi une baisse de 1,1 % au mois d'octobre, les ventes des détaillants canadiens ont augmenté de 0,9 % en novembre et de 0,7 % si on retire l'effet de variation des prix. La hausse des ventes provient en grande partie des concessionnaires automobiles. Nonobstant cette industrie, les ventes ont augmenté de 0,2 % mensuellement alors que 70 % du commerce de détail a affiché des gains. Les détaillants ont été actifs au Québec (1,4 %), en Ontario (1,6 %) et en Colombie-Britannique (1,1 %), mais la conjoncture demeure toujours difficile en Alberta (-0,9 %).
- La croissance du PIB aux États-Unis a atteint 2,1 % au dernier trimestre de l'année, portant la progression à 2,3 % en 2019. Les dépenses des ménages ont ralenti au quatrième trimestre (1,8 %), mais demeurent toutefois le moteur de croissance en 2019 avec un gain de 2,6 %. Le commerce extérieur a fortement contribué au PIB alors que les exportations ont crû de 1,4 % tandis que les importations ont chuté de 8,7 % en réaction au conflit commercial. Cette incertitude a aussi eu des répercussions sur les dépenses en investissement des entreprises qui ont fléchi de 1,5 %. La grève des employés de GM et les déboires de Boeing ont aussi miné les investissements.
- Le taux de croissance de l'économie chinoise en 2019 fut de 6,1 % contre 6,6 % l'année précédente. Il s'agit du rythme le plus lent depuis 1990. Ce ralentissement est un reflet des défis auxquels la Chine a dû faire face l'an dernier, à savoir l'adoption de mesures pour contenir l'endettement, le conflit commercial avec les États-Unis et la faiblesse de la demande intérieure.

ÉVOLUTION DES TAUX

- La Banque du Canada a conservé son taux directeur à 1,75 % à l'issue de sa réunion de janvier. La Banque s'attend à un ralentissement de la croissance au quatrième trimestre sous l'influence de la grève du CN, des conditions climatiques difficiles et de l'ajustement des stocks. L'incertitude géopolitique a aussi réapparu en début d'année après le conflit entre l'Iran et les États-Unis. En revanche, l'investissement résidentiel demeure vigoureux et les dépenses des ménages devraient croître à nouveau, soutenues par la réduction de l'impôt fédéral.
- La Réserve fédérale a aussi reconduit sa politique monétaire en janvier. Selon elle, le marché du travail demeure robuste et l'activité économique croît à un rythme modéré, soutenu par les dépenses de consommation. En revanche, les investissements des entreprises et les exportations restent faibles. Par conséquent, le comité juge que la politique actuelle demeure appropriée et permettra à l'inflation de retourner à la cible symétrique de 2 %. M. Powell a aussi indiqué que les achats de bons du Trésor allaient se poursuivre pour s'assurer d'un niveau adéquat de réserves, mais que le rythme allait diminuer.

Les dépenses de consommation des ménages sont généralement influencées par la force du marché de l'emploi et de l'immobilier. La répartition provinciale des ventes au mois de novembre reflète bien cette réalité. L'activité immobilière demeure florissante au Québec et devrait continuer à générer des allers-retours aux centres commerciaux. Les Albertains n'ont pas cette chance.

Alors que le stimulus fiscal de Trump s'est estompé, le taux de croissance de l'économie américaine retourne près de son rythme naturel (2,0 à 2,5 %). Certains facteurs transitoires ont aussi terni la croissance, notamment la querelle commerciale avec la Chine et la grève chez GM. Ceux-ci auront moins d'influence en 2020, à moins que le coronavirus change la donne.

La crise du coronavirus paralyse l'activité économique en début d'année. Lorsque la situation se stabilisera, les autorités chinoises utiliseront leur arsenal fiscal et monétaire pour relancer l'économie.

Le retrait du commentaire jugeant que le taux directeur était approprié en fonction de la conjoncture a nourri les anticipations de réduction du taux dans l'avenir. Toutefois, M. Poloz s'est expliqué en conférence de presse, disant qu'il modifie constamment le communiqué justement pour éviter ce genre d'interprétation et a réitéré que la politique était appropriée.

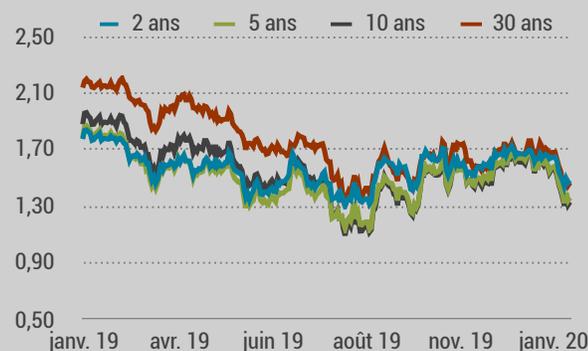
La Fed a beau indiquer qu'elle désire ralentir la cadence de ses interventions sur le marché des prises en pension et le marché monétaire, mais si les investisseurs la poussent, M. Powell n'aura d'autres choix que de continuer. La liquidité du système bancaire est trop importante pour le fonctionnement de l'économie et la stabilité des marchés financiers.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2020		Variation mois	Variation 2020
31 janv. 2020						
Taux directeur	1,75 %	0,00 %	0,00 %	1,75 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	1,64 %	-0,02 %	-0,02 %	1,54 %	-0,01 %	-0,01 %
2 ans	1,43 %	-0,27 %	-0,27 %	1,31 %	-0,26 %	-0,26 %
5 ans	1,28 %	-0,41 %	-0,41 %	1,31 %	-0,38 %	-0,38 %
10 ans	1,27 %	-0,43 %	-0,43 %	1,51 %	-0,41 %	-0,41 %
30 ans	1,43 %	-0,33 %	-0,33 %	2,00 %	-0,39 %	-0,39 %
ORR 30 ans	0,11 %	-0,27 %	-0,27 %			

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	2019	mois	2019	mois	2019
Banque Royale, dette recapitalisation interne	AA	85	120	160	0	0	0	0	0	0
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	120	170	210	0	0	0	0	0	0
Sun Life, dette subordonnée	A	100	145	185	0	0	0	0	0	0
Hydro One	A high	65	95	140	5	5	10	10	10	10
Enbridge Inc	BBB high	105	155	225	5	5	5	5	5	5
Altalink LP	A	65	90	130	10	10	10	10	10	10
GTAA	A high	60	85	120	5	5	5	5	10	10
Bell Canada	BBB high	100	150	210	0	0	0	0	5	5
Rogers Communications	BBB	95	145	210	0	0	0	0	5	5
Loblaw	BBB	105	155	210	0	0	0	0	0	0
Canadian Tire	BBB high	100	150	205	0	0	0	0	0	0
Province Québec	AA low	42	63	75	6	6	4	4	6	6
Province Ontario	AA low	43	66	78	5	5	4	4	5	5
SCHL	AAA	32	40	---	3	3	2	2		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 8,3 milliards \$ au mois de janvier, en baisse de 2,5 milliards \$ par rapport au mois précédent, mais 2,8 milliards \$ de plus qu'en janvier 2019. Il s'agit du meilleur mois de janvier en termes de volume d'émissions depuis 2013 lorsque la somme avait atteint 9,9 milliards \$. L'industrie bancaire canadienne a encore retenu l'attention en janvier avec un total de 6,3 milliards \$ réparti en 5 émetteurs. Il s'agissait principalement de dette bancaire éligible pour recapitalisation interne (bail-in). Bien que les émissions étaient de taille importante, les investisseurs ont été au rendez-vous, et ce, malgré l'incertitude liée au conflit entre l'Iran et les États-Unis et le coronavirus.
- Les difficultés de l'industrie de l'automobile continuent de peser sur la performance financière des constructeurs et les perspectives des agences de notation. Cette fois, c'est au tour de Toyota de voir la perspective de sa note de crédit de long terme être abaissée de stable à négative par l'agence Moody's. Bien que la note demeure toujours élevée à Aa3, Moody's estime que ce changement reflète les défis liés aux tendances de fond dans l'industrie automobile mondiale. La concurrence accrue, l'électrification des véhicules et le renforcement des normes environnementales « nécessiteraient des niveaux de rentabilité plus élevés pour tempérer les incertitudes liées à ces transitions ». Toyota a annoncé une réduction de 3,2 % du bénéfice d'exploitation au troisième trimestre de son exercice. Les efforts de réduction des coûts du constructeur n'ont pu compenser les variations défavorables des taux de change et la baisse des ventes.
- Le poids des obligations de sociétés notées BBB aux États-Unis a atteint 50 % des obligations de sociétés de qualité d'investissement en 2019, une première dans l'histoire de l'indice selon Bank of America Securities. De plus, seulement 0,3 % des obligations de qualité d'investissement ont subi une dégradation de leur note dans la catégorie d'obligation à rendement élevé, également un record. Au Canada, le poids des titres de sociétés notés BBB dans l'indice FTSE Canada de sociétés est passé de 22 % en 2009 à 41 % à la fin de 2019. Ce poids grimpe à 62 % dans le segment de moyen terme uniquement (5 à 10 ans), contre 29 % en 2009. Certains émetteurs ont été dégradés dans la catégorie BBB en 10 ans, mais la hausse du poids s'explique aussi par l'arrivée de nouveaux émetteurs canadiens et les nouvelles structures de dettes bancaires.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	janv.-20	2019
Univers	100 %	2,91 %	2,91 %
Court terme	41,9 %	1,04 %	1,04 %
Moyen terme	23,1 %	2,89 %	2,89 %
Long terme	35,1 %	5,26 %	5,26 %
Fédéral	34,8 %	2,37 %	2,37 %
Provincial	35,5 %	3,60 %	3,60 %
Sociétés	27,6 %	2,68 %	2,68 %
ORR		4,12 %	4,12 %

Source: ftse.com

La chute de 7,5 % des ventes automobiles en Chine l'an dernier a nui aux constructeurs nippons. Les tensions commerciales avec les États-Unis, l'adoption de normes d'émissions plus strictes et la réduction des subventions aux véhicules à énergie nouvelle expliquent cette baisse. Même si certains facteurs se dissiperont, la mutation de l'industrie est réelle, coûteuse et nécessite une gestion efficace.

Certes le poids a augmenté en 10 ans, mais les émetteurs ne sont pas nécessairement de piètre qualité. Le poids des titres notés BBB- n'est que de 6% alors que celui des BBB+ est de 24%. De plus, certaines grandes banques canadiennes émettent des titres éligibles pour fonds propres d'urgence notés BBB. Celles-ci doivent se conformer à de nouvelles normes de capitalisation qui les rendent moins risquées.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Les risques géopolitiques qui ont menacé la conjoncture mondiale l'an dernier se sont dissipés en début d'année. L'entente partielle conclue entre la Chine et les États-Unis combinée à l'assouplissement monétaire orchestré par 28 banques centrales en 2019 et aux stimuli fiscaux dans certains pays pavent la voie pour une reprise de l'activité économique mondiale en 2020. Ce portrait était valide jusqu'à ce que le coronavirus vienne brouiller les cartes. Certes, cette épidémie ralentira la croissance en Chine où plusieurs régions ont été paralysées pendant des semaines. Si la situation ne se stabilise pas dans les prochains mois, cette épidémie pourrait entraîner l'économie mondiale en récession compte tenu de l'importance de la Chine aujourd'hui dans l'économie mondiale. Actuellement, on recense plus de 40 000 personnes infectées dans le monde, mais seulement 590 à l'extérieur de la Chine. Ainsi, les risques de pandémie sont limités pour le moment et le rythme de nouveaux cas décélère quotidiennement. Le virus se propage rapidement, mais son taux de décès (2 %) est de loin inférieur à celui du SRAS (10 %) qui avait troublé la planète en 2003. Critiquées dans la gestion de cette crise, les autorités chinoises déploieront tous les outils de relance économique. En 2003, la Chine avait stimulé considérablement son économie une fois l'épidémie contrôlée. L'économie mondiale subira donc un choc temporaire, mais la toile de fond demeure toujours expansionniste en 2020 et les actifs financiers s'ajusteront à cette croissance plus tard...à moins que l'épidémie perdure.