

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

SEPTEMBRE 2019

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Il s'est créé 81 000 emplois au Canada au mois d'août, portant ainsi la progression à 471 000 au cours des 12 derniers mois et 304 000 en 2019. Il s'agit de la meilleure performance du marché du travail depuis 2002. Compte tenu de la hausse de la population active, le taux de chômage est demeuré inchangé à 5,7 %. Les emplois au mois d'août proviennent principalement de l'Ontario (58 000) et du Québec (20 000). La performance du Québec à ce chapitre est impressionnante avec un gain de 112 000 (+2,6 %) sur un an et le plus faible taux de chômage de son histoire et au pays à 4,7 %. La robustesse de l'emploi a forcé les salaires en hausse de 3,7 % depuis le mois d'août 2018.
- L'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier américain est passé sous le seuil de 50 au mois d'août, indiquant une contraction de l'activité (49,1), une première en 3 ans. Les nouvelles commandes ont chuté à 47,2 contre 50,8 auparavant, à égalité avec 2012 comme le plus faible niveau depuis la crise financière. En revanche, l'indice du secteur non manufacturier a grimpé à 56,4 sous l'impulsion des nouvelles commandes qui ont grimpé à 61,5, un sommet de 6 mois. Des 18 industries sondées, 16 ont affiché une croissance.
- Le gouvernement allemand a annoncé un plan vert visant à réduire, d'ici 2030, ses émissions de gaz à effet de serre de 55 % par rapport à leur niveau de 1990. Une enveloppe budgétaire de 54 milliards € a été adoptée pour encourager les entreprises et ménages à réduire leurs émissions. Ces dépenses seront financées par une taxe sur le carbone imposée aux entreprises qui produisent et vendent des combustibles fossiles.

ÉVOLUTION DES TAUX

- Pour une seconde fois cette année, la Réserve fédérale a réduit son taux directeur de 0,25 % pour le fixer à 2,00 %. La Fed qualifie le marché du travail et les dépenses de consommation de solides, mais signale que les exportations et les investissements sont perturbés par l'incertitude commerciale. La Fed se justifie par « l'incidence des développements internationaux sur les perspectives de croissance de même que l'inflation contenue ». Trois membres se sont opposés, deux préférant le statu quo alors que le troisième misait sur une baisse de 0,50 %.
- À sa dernière réunion en tant que président de la Banque centrale européenne (BCE), Mario Draghi a livré un nouveau plan de relance monétaire. La BCE a abaissé son taux directeur de -0,40 % à -0,50 % et a réactivé le programme de rachat d'obligations à hauteur de 20 milliards € par mois sans échéance fixe. Ces mesures visent à contrer le ralentissement économique plus marqué que prévu, conséquence des conflits commerciaux persistants. M. Draghi a aussi lancé un appel à la classe politique européenne, invitant les pays avec une marge de manoeuvre budgétaire à dénouer les cordons de la bourse.

Bien que les différends commerciaux demeurent une préoccupation pour la Banque du Canada, comme pour toutes les autres banques centrales, la force de l'emploi au Canada ne milite pas en faveur d'une détente monétaire additionnelle. D'autant plus que l'immobilier se ressaisit et que les protestations à Hong Kong pourraient inciter certains des 300 000 résidents qui détiennent un passeport canadien à s'établir ici.



L'influence du secteur manufacturier est en déclin. Son poids dans le PIB est passé de 34 % en 1997 à 26 % l'an dernier, tandis que l'emploi de ce secteur a fléchi de 19 % à 14 % au cours de la même période. Pour le moment, les conflits commerciaux n'ont d'effet que sur le secteur manufacturier, sans trop de contagion sur le secteur des services et la confiance des consommateurs.

Il s'agit d'un pas dans la bonne direction. Toutefois, l'Allemagne pourrait à la fois relancer son économie et atteindre la neutralité carbone plus rapidement si elle utilisait une partie de son surplus budgétaire (58 milliards € ou 1,7 % du PIB), le plus élevé depuis sa réunification en 1989.

Le message de la Fed est simple. L'économie américaine serait plus vigoureuse si on apaisait les tensions commerciales qui minent les décisions d'investissement. En conférence de presse, Jerome Powell a mentionné 20 fois les risques liés au commerce et une fois le Brexit. Les risques des développements internationaux sont donc assez clairs.

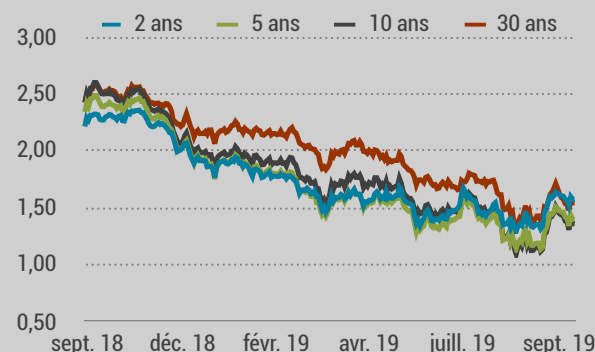
La BCE ajoute son nom à 19 autres banques centrales qui ont réduit leur taux directeur de façon préventive pour pallier aux tensions commerciales. Malgré les taux négatifs en Europe, la conjoncture ne s'améliore pas, preuve que la politique monétaire est inefficace. Le marché obligataire offre actuellement un incitatif à emprunter, mais les gouvernements font la sourde oreille.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2019		Variation mois	Variation 2019
30 sept. 2019						
Taux directeur	1,75 %	0,00 %	0,00 %	2,00 %	-0,25 %	-0,50 %
3 mois	1,66 %	0,03 %	0,00 %	1,81 %	-0,16 %	-0,54 %
2 ans	1,58 %	0,23 %	-0,28 %	1,62 %	0,12 %	-0,86 %
5 ans	1,40 %	0,21 %	-0,49 %	1,55 %	0,16 %	-0,97 %
10 ans	1,36 %	0,20 %	-0,60 %	1,67 %	0,17 %	-1,02 %
30 ans	1,53 %	0,10 %	-0,66 %	2,11 %	0,15 %	-0,90 %
ORR 30 ans	0,26 %	0,07 %	-0,50 %			

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	100	135	175	-5	-35	-5	-25	-5	-25
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	145	195	235	-10	-40	-5	-25	-5	-25
Fortis Inc.	BBB high	100	140	205	-5	-40	-5	-45	0	-30
Hydro One	A high	80	110	155	-5	-35	-5	-30	-5	-25
Enbridge Inc	BBB high	120	170	240	-5	-40	-5	-40	-5	-35
Encana Corp	BBB	185	245	315	0	-20	0	-25	0	-10
GTAA	---	65	90	120	-5	-20	-5	-15	-5	-20
Bell Canada	BBB high	110	160	225	-10	-45	-10	-40	-5	-35
Rogers Communications	BBB	105	155	225	-10	-45	-5	-40	0	-35
Loblaw	BBB	115	165	225	-10	-50	-5	-50	-5	-45
Canadian Tire	BBB high	110	160	220	-10	-50	-5	-50	-5	-50
Province Québec	A high	43	66	78	-3	-16	-3	-18	-4	-18
Province Ontario	AA low	44	70	82	-4	-19	-3	-19	-4	-19
SCHL	AAA	31	41	---	-3	-12	-3	-15		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint un record mensuel de 14,4 milliards \$ au mois de septembre, une hausse de 9,4 milliards \$ par rapport au mois précédent et 4,6 milliards \$ de plus qu'en septembre 2018. Les écarts de rendement des obligations de sociétés ont clôturé le troisième trimestre à 123 p.c. soit une augmentation de 6 p.c. par rapport au trimestre précédent. Parmi les émetteurs, notons la présence de Videotron (BB) qui a émis 800 millions \$ pour un terme de 5 ans, la plus grosse émission d'obligation à rendement élevé de l'histoire canadienne. Munie d'un taux de coupon de 4,50 %, l'obligation de premier rang non garantie a attiré une demande importante provenant de 63 acheteurs. Le câblodistributeur québécois prévoit utiliser le produit de cet emprunt pour rembourser certaines dettes bancaires.

Les banques européennes ont obtenu un peu de répit de la part de la Banque centrale européenne. Dans le but d'amortir l'impact financier de la baisse du taux directeur sur son système bancaire, la BCE a introduit un système à deux paliers en vertu duquel les banques n'auront pas à payer de l'intérêt sur leurs réserves excédentaires auprès de la BCE jusqu'à concurrence de 6 fois leurs réserves obligatoires. L'an dernier, les banques ont dû payer 7,2 milliards € en intérêts pour leurs dépôts à la banque centrale selon l'Association des banques allemandes. La nouvelle mesure devrait réduire la facture d'intérêts à 5 milliards € annuellement. À l'heure actuelle, aucune banque européenne ne charge de frais d'intérêts pour les dépôts des particuliers. Par contre, en Suisse, UBS et Credit Suisse ont commencé à facturer les dépôts à leurs clients plus fortunés.

L'agence de notation DBRS a relevé la note de crédit de la province de l'Île-du-Prince-Édouard (IPE) de A (low) à A avec perspectives stables. Selon l'agence, « l'amélioration des résultats d'opération et la croissance économique plus forte ont contribué à la réduction des besoins d'emprunt et à une baisse du ratio d'endettement au PIB ». Les mesures mises de l'avant pour accroître la population ont stimulé l'activité économique et permis à la province d'équilibrer ses finances publiques au cours des trois derniers exercices financiers. Au second trimestre, la croissance de la population s'élevait à 2,2 % annuellement, la plus forte des 10 provinces canadiennes. Propulsé par l'immigration internationale, le revenu d'emploi a crû de 4,6 % en 2018 et de 5,1 % à ce jour en 2019, également la croissance la plus rapide parmi les provinces.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	sept. -19	2019
Univers	100 %	-0,84 %	7,79 %
Court terme	43,2 %	-0,38 %	2,95 %
Moyen terme	22,3 %	-1,05 %	6,91 %
Long terme	34,5 %	-1,26 %	14,92 %
Fédéral	34,6 %	-0,89 %	4,88 %
Provincial	35,8 %	-1,02 %	10,53 %
Sociétés	27,6 %	-0,54 %	7,98 %
ORR		-0,94 %	10,22 %

Source: ftse.com

Si l'économie est le moteur, le système bancaire est l'huile qui lui permet de fonctionner. La politique monétaire à taux négatif réduit la rentabilité du système bancaire européen, incitant ainsi une gestion prudente des risques qui mine la croissance économique. Une période de restructuration et de réduction des coûts pourrait donc survenir.

Depuis les élections du printemps cette année, le Parti conservateur forme un gouvernement minoritaire et a indiqué vouloir travailler en collaboration avec l'opposition (Parti Vert) pour poursuivre ces politiques économiques favorables. En espérant que les bienfaits collectifs de ces mesures économiques primeront sur les intérêts politiques des partis.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Le ralentissement économique mondial se manifeste principalement sur l'activité manufacturière alors que le secteur des services affiche toujours une expansion. Pour le moment, les conflits commerciaux ne se sont pas encore propagés aux autres sphères d'activité. L'emploi et les dépenses de consommation demeurent solides tandis que la baisse des taux hypothécaires stimule les transactions immobilières. De façon préventive, certains banquiers centraux ont décidé de soutenir leur économie en réduisant les taux directeurs. Par contre, l'effet marginal du stimulus monétaire est faible comme en témoigne la conjoncture anémique en Europe malgré une structure de taux négatifs dans plusieurs pays. Des mesures de relance budgétaire produiraient de meilleurs résultats, mais certains gouvernements se butent à des obstacles pour y parvenir. Une entente commerciale entre la Chine et les États-Unis éviterait l'effet de contagion. À cet égard, la démission de John Bolton, conseiller à la sécurité nationale aux États-Unis, est encourageante. Ce dernier était considéré comme un faucon dans les négociations face à la Chine. La réélection de Trump dépend de la vivacité de l'économie américaine et du marché boursier. Une guerre commerciale avec la Chine va à l'encontre de cet objectif. L'évolution du marché boursier cette année mise davantage sur une résolution du conflit alors que la baisse des taux pointe vers une détérioration de la conjoncture. À notre avis, l'anomalie se situe davantage sur le marché obligataire.