

# LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe  
Capital

JUILLET 2020

## ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Le produit intérieur brut du Canada a grimpé de 4,5 % au mois de mai. Malgré cette hausse, l'activité économique au pays est tout de même 15 % inférieure au niveau observé en février. L'ensemble des 11 sous-secteurs d'activité ont affiché des gains au mois de mai. La construction vient en tête d'affiche avec une croissance de 17,6 % de l'activité. Plus de 26 % de la croissance économique enregistrée au pays est attribuable à ce secteur. Statistique Canada a également donné une lecture préliminaire de l'activité du mois de juin qui pointe vers un gain de 5 %. Malgré cette hausse, le PIB au second trimestre chuterait quand même de 40 % en rythme annualisé.
- Comme prévu, l'économie américaine s'est effondrée au second trimestre, en chute de 32,9 % en rythme annualisé. Il s'agit de la pire contraction du PIB depuis la grande dépression (-38,2 % au 3e trimestre de 1932). La majorité des postes ont affiché des reculs, notamment les dépenses de consommation (-34,6 %), les investissements des entreprises (-27 %) et l'immobilier résidentiel (-38,7 %). En revanche, les dépenses du gouvernement fédéral (+17,4 %) ont contribué à la croissance, mais cette hausse a été partiellement compensée par une baisse de 5,6 % des dépenses des États et municipalités.
- Les 27 membres de l'Union européenne ont finalement conclu un accord sur un plan de soutien qui prévoit 390 milliards € sous forme de subvention et 360 milliards € en prêts. L'obtention d'une aide financière est aussi attachée au respect de l'Etat de droit. Les membres ont également adopté un budget à long terme de 1 074 milliards € couvrant de 2021 à 2027. Du montant total approuvé, 30 % doit être dédié à la protection du climat et toutes les dépenses doivent contribuer aux objectifs de réduction des émissions de l'Union européenne.

## ÉVOLUTION DES TAUX

- La Réserve fédérale a maintenu sa politique monétaire inchangée tout en réitérant sa volonté d'utiliser tous les outils à sa disposition pour soutenir la reprise économique. Preuve de cette intention, la Fed a prolongé jusqu'au 31 mars 2021 les accords de swap avec certaines banques centrales pour leur permettre d'accéder facilement au dollar américain. La Fed a aussi annoncé le prolongement jusqu'à la fin de l'année 2020 de ses différents programmes d'accès au crédit et de rachat d'actifs.
- Le ministre Morneau a présenté une mise à jour économique des finances publiques fédérales. Pour l'exercice en cours (2020-21), le déficit devrait atteindre 343 milliards \$ ou 15 % du PIB canadien. Par conséquent, la dette fédérale atteindra 1 200 milliards \$ à la fin de l'exercice, soit en mars 2021. Le fédéral a aussi publié sa stratégie de gestion de la dette qui prévoit un total de 409 milliards \$ en nouvelles émissions d'obligations du Canada.



*L'activité immobilière a repris tout le terrain perdu durant le confinement alors que les ventes ont bondi de 15,2 % sur un an en juin dernier et que les prix ont augmenté de 6,5 % sur la même période. Cette hausse s'explique par un faible niveau de propriétés à vendre, les congés hypothécaires pour les propriétaires en difficulté et un changement de mode de vie. La maison devient maintenant un endroit pour travailler et s'entraîner.*

*La hausse des nouveaux cas de Covid au mois de juillet devrait ralentir la reprise économique tant attendue. Certains États du sud ont dû fermer des industries pour contrôler la propagation du virus. Au printemps, plusieurs travailleurs ont perdu leur emploi de façon temporaire. Plus la crise sanitaire perdure, plus les pertes d'emplois deviendront permanentes.*

*Cette entente financière était essentielle pour la survie de la zone. Les pays ont enfin accepté de socialiser leurs dettes. Même durant la crise des dettes souveraines, ce concept était rejeté. Toutefois, la hausse des cas en Espagne porte à croire qu'une politique sanitaire unifiée devrait aussi être mise de l'avant, sans quoi les pays frugaux ne voudront plus aider les pays négligents.*

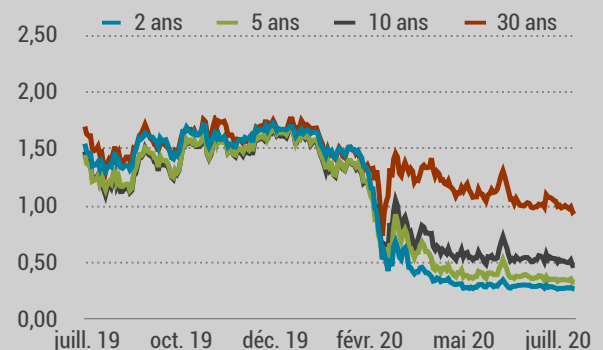
*Les banques centrales travaillent de concert avec les gouvernements pour financer leurs programmes de soutien. Aux États-Unis, le Trésor prévoit emprunter un total de 4 500 milliards \$ cette année contre 1 280 milliards \$ l'an dernier. Par contre, la Réserve fédérale achètera près de 2 300 milliards \$ de titres du Trésor cette année. Au Canada, le programme d'emprunts s'élève 409 milliards \$ cette année, en hausse de 229 % par rapport à l'an dernier. Par contre, la Banque du Canada achètera l'équivalent de 260 milliards \$ annuellement en obligations fédérales, ce qui laisse 149 milliards \$ à être absorbé par le marché des capitaux, soit seulement 20 % de plus que l'an dernier. La théorie monétaire moderne épousée par certains démocrates est déjà à nos portes.*

## TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2020		Variation mois	Variation 2020
31 juill. 2020						
Taux directeur	0,25 %	0,00 %	-1,50 %	0,25 %	0,00 %	-1,50 %
3 mois	0,17 %	-0,04 %	-1,49 %	0,08 %	-0,05 %	-1,46 %
2 ans	0,27 %	-0,02 %	-1,43 %	0,11 %	-0,04 %	-1,46 %
5 ans	0,32 %	-0,05 %	-1,37 %	0,20 %	-0,08 %	-1,49 %
10 ans	0,47 %	-0,06 %	-1,24 %	0,53 %	-0,13 %	-1,39 %
30 ans	0,93 %	-0,06 %	-0,84 %	1,19 %	-0,22 %	-1,20 %
ORR 30 ans	-0,22 %	-0,15 %	-0,60 %			

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	160	-20	5	-20	0	-20	0
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	140	175	225	-25	20	-25	5	-15	15
Sun Life, dette subordonnée	A	110	145	195	-40	10	-40	0	-30	10
Hydro One	A high	70	105	145	-20	10	-15	20	-10	15
Enbridge Inc	BBB high	135	175	255	-20	35	-20	25	-10	35
Altalink LP	A	65	100	140	-20	10	-15	20	-5	20
GTAA	A high	90	125	160	-5	35	0	45	0	50
Bell Canada	BBB high	115	150	215	-10	15	-10	0	-10	10
Rogers Communications	BBB	110	145	210	-10	15	-10	0	-10	5
Loblaw	BBB	105	140	205	-15	0	-10	-15	-10	-5
Canadian Tire	BBB	155	205	280	-40	55	-40	55	-25	75
Province Québec	AA low	43	72	84	-4	7	-2	13	-1	15
Province Ontario	AA low	46	75	87	-3	8	-2	13	0	14
SCHL	AAA	32	40	---	-1	3	1	2		

Source: Financière Banque Nationale

## MARCHÉ DU CRÉDIT

La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 5 milliards \$ au mois de juillet, en baisse de 2,7 milliards \$ par rapport au mois précédent et 1 milliard \$ de moins qu'en juillet 2019. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires a totalisé 75,3 milliards \$, soit 48 % de plus qu'à pareille date l'an dernier. La Banque Royale a procédé à un financement de 1,75 milliard \$ à l'aide d'une nouvelle structure de dette bancaire nommée billet de capital à recours limité. Ce billet a une échéance de 60 ans et offre un coupon de 4,5 % pour les 5 premières années. Par la suite, il sera ajusté au taux des obligations du Canada de 5 ans plus 4,137 %. Parallèlement, la banque a émis des actions privilégiées qui seront en fiducie et serviront de garantie au billet. Dans l'éventualité d'un défaut de paiement, les investisseurs recevraient les actions privilégiées mises en garantie.

L'autorité portuaire du Grand Toronto (GTAA) réduira ses effectifs de 27 % en réponse à la chute du trafic aérien depuis le début de la pandémie. Au total, 500 postes seront supprimés, dont 200 postes non comblés qui seront finalement éliminés. Par conséquent, 300 travailleurs seront touchés par cette décision. Ces mesures ont été adoptées pour contrebalancer les effets du confinement sur l'activité aérienne. En avril dernier, les revenus de GTAA ont chuté de 53,4 % sur 12 mois alors que le volume de passagers a diminué de 98% sur la même période. Au premier trimestre, le volume de passagers a fléchi annuellement de 17,4 %. Malgré l'impact désastreux de la Covid sur les activités aéroportuaires, DBRS a reconduit la note de crédit de GTAA à A(high) avec perspective stable en raison de sa réserve de liquidité abondante pour traverser la crise.

Les écarts de crédit provinciaux ont continué de se resserrer au cours du dernier mois, notamment pour les titres de plus court terme qui sont près de leur niveau d'avant pandémie. Cette performance des titres provinciaux s'inscrit dans un environnement économique difficile. Combinés, les déficits provinciaux devraient atteindre plus de 78 milliards pour l'exercice financier en cours, soit six fois plus que l'an dernier. La Colombie-Britannique a d'ailleurs fait une mise à jour économique qui prévoit dorénavant un déficit de 12,5 milliards \$ au lieu d'un surplus de 227 millions \$ prévu avant la pandémie. La somme des besoins d'emprunt provinciaux cette année totalise un niveau record de 157 milliards \$ avec un peu plus de 41 milliards de dollars (29 %) à compléter uniquement.

## PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	juill.-20	2020
Univers	100 %	1,27 %	8,89 %
Court terme	40,4 %	0,48 %	4,53 %
Moyen terme	24,3 %	1,03 %	9,37 %
Long terme	35,3 %	2,36 %	13,98 %
Fédéral	33,0 %	0,53 %	8,08 %
Provincial	37,9 %	1,48 %	10,67 %
Sociétés	27,0 %	1,85 %	7,36 %
ORR		3,45 %	9,95 %

Source: ftse.com

*Le gouvernement fédéral est venu en aide aux aéroports canadiens en leur offrant un congé de loyer jusqu'en décembre 2020. Puisqu'il s'agit d'un service essentiel, on peut s'attendre à un appui financier au-delà de la fin de l'année si la crise perdure ou si une seconde vague survient. GTAA n'a pas d'échéance à refinancer avant 2022.*

*L'an dernier, les provinces ont émis un total de 85 milliards \$ en obligations, soit 54 % du volume de cette année. De toute évidence, les provinces ont profité du programme de rachat de la Banque du Canada. Bien que celle-ci n'ait acheté que 6,6 milliards \$ en titres provinciaux cette année, le soutien que procure ce programme est suffisant pour pousser les investisseurs vers le secteur provincial.*

## POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Les facteurs de risque continuent de s'accroître, mais les marchés financiers tournent le dos. L'explosion des nouveaux cas de Covid dans le sud des États-Unis retarde l'ouverture de l'économie et met en péril la reprise en forme de V tant attendue. Avec ce retard, les mises à pied temporaires deviennent de plus en plus permanentes et créent des cicatrices à long terme dans l'économie. Les risques de seconde vague se matérialisent. L'Espagne, le Japon et l'Australie ont tous enregistré une hausse marquée des nouveaux cas après une accalmie en mai et juin. La logique économique d'une guerre froide entre les États-Unis et la Chine prend forme avec la formation de bloc commercial dans chacun des pôles. Mais pourquoi s'inquiéter, les gouvernements ont clairement indiqué qu'ils allaient aider les ménages et entreprises avec le soutien des banquiers centraux. La théorie monétaire moderne est donc à nos portes. Soutenue par l'ancien candidat démocrate Bernie Sanders, cette théorie renverse le schéma de pensées de la finance et de l'économie. Au lieu de laisser les banques centrales contrôler l'inflation par leurs outils monétaires, les partisans de la théorie monétaire moderne préfèrent moduler l'inflation à l'aide de la politique budgétaire, haussant les taxes pour freiner l'économie en cas d'inflation. Il n'y a donc aucune contrainte budgétaire pour un pays qui peut imprimer de l'argent pour payer les factures. N'est-ce pas le modèle actuel? Laisser le contrôle de l'inflation aux mains des élus est une recette désastreuse. Freiner l'économie est une décision politiquement impopulaire.