

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

AOÛT 2020

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'économie canadienne a enregistré la pire contraction depuis le début de la collecte des données trimestrielles en 1961, une chute de 38,7 % du PIB en rythme annualisé au second trimestre de 2020. Les dépenses des ménages, les investissements des entreprises, l'immobilier résidentiel et le commerce international ont tous affiché des baisses importantes d'activité en raison de la pandémie. Toutefois, les mesures de soutien prises par le gouvernement ont permis au revenu disponible des ménages de bondir de 10,8 % du premier au second trimestre. Ces transferts ont plus que compensé la perte du revenu de travail. Les familles ont donc pu accroître significativement leur épargne qui se situe maintenant à 28 % du revenu disponible.
- L'inflation a crû de 0,6 % au mois de juillet aux États-Unis, portant la croissance des prix à la consommation à 1,0 % pour la dernière année. L'indice d'inflation de base, qui soustrait les variations volatiles de l'énergie et de l'alimentation, a augmenté de 1,6 % dans la dernière année et de 0,6 % au mois de juillet. Il s'agit du bond mensuel le plus important depuis janvier 1991. Cette hausse est principalement attribuable aux industries de services où la distanciation sociale réduit la production et entraîne des coûts plus élevés transmis aux consommateurs.
- L'économie de la zone euro a chuté de 12,1 % au second trimestre ou 40,3 % en rythme annualisé. La contraction a cependant été inégale entre les pays. Ceux gravement frappés par la Covid comme l'Espagne (-18,5 %) et la France (-13,8 %) ont enregistré des baisses plus prononcées alors que les pays frugaux dans la négociation du plan de relance ont moins fléchi. Le PIB en Finlande a baissé de 3,2 %, celui des Pays-Bas de 8,5 % et du Danemark de 7,4 %. En revanche, l'économie du Royaume-Uni s'est contractée de 21,7 %.

ÉVOLUTION DES TAUX

- Le président de la Réserve fédérale a livré un discours lors du symposium annuel de Jackson Hole. La pièce maîtresse de son discours est le passage à une cible d'inflation moyenne. «Après des périodes où l'inflation a été inférieure à 2%, une politique monétaire appropriée visera probablement à atteindre une inflation légèrement supérieure à 2% pendant un certain temps», a déclaré M. Powell. Pour arriver à ses fins, la Fed a écarté la politique de taux négatif et le contrôle de la courbe de taux, préférant poursuivre l'assouplissement quantitatif.
- Le taux de rendement des obligations à rendement réel de long terme au Canada a clôturé le mois à -0,17 %, en hausse de 5 p.c. contre un bond de 24 p.c. pour les obligations nominales de 30 ans. Par conséquent, le taux d'inflation anticipé par ces titres se situe à 1,33 %, en hausse de 0,63 % par rapport au creux enregistré au mois de mars. Aux États-Unis, l'inflation anticipée par les ORR de 30 ans se situe à 1,85 %, un bond de 0,85 % depuis mars.



Le gouvernement fédéral a mis en place des mesures qui devaient permettre aux ménages canadiens de remplacer le revenu de travail perdu lors du confinement. Or, selon les données publiées, le revenu primaire des ménages a chuté de 113,7 milliards \$ alors que les transferts gouvernementaux ont bondi de 222,8 milliards \$. Certes, il fallait agir rapidement au début de la pandémie. Toutefois, le nouveau programme d'assurance-emploi est aussi très généreux et n'incite pas le retour au travail.

Cette récession est différente. Il ne s'agit pas uniquement d'une baisse de la demande, mais également d'un choc d'offre en raison de mesures de distanciation et de protection. Ces mesures réduisent la production au moment même où les revenus des ménages ont augmenté, ce qui est atypique d'une récession. L'inflation est le résultat de pénurie.

L'augmentation de nouveaux cas de Covid en Europe est inquiétante autant pour la croissance économique que pour l'unité de la zone. Même si la Banque centrale européenne achètera plus d'obligations cette année qu'il n'en sera émis, les pays frugaux seront plus réticents à appuyer des programmes conjoints sans une politique unifiée des mesures de santé.

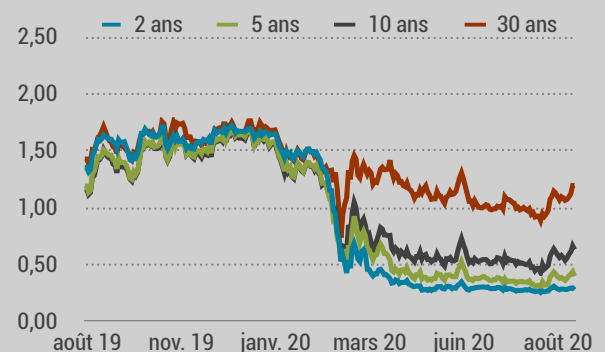
Il s'agit d'un changement majeur dans la politique monétaire qui cherche dorénavant à stimuler l'inflation et les anticipations d'inflation. Le message de la Fed est clair : nous allons maintenir le taux directeur au plancher et poursuivre l'assouplissement quantitatif pour une longue période afin de pousser l'inflation bien au-delà de la cible et bâtir notre réputation avec cette nouvelle approche. Les taux de long terme devront maintenant escompter cette perte de pouvoir d'achat. En période de surendettement des gouvernements et des sociétés, l'inflation devient essentielle pour aider les emprunteurs à rembourser leurs dettes. La déflation risque d'entraîner une vague de défaut qui pourrait conduire à une dépression.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2020		Variation mois	Variation 2020
31 août 2020						
Taux directeur	0,25 %	0,00 %	-1,50 %	0,25 %	0,00 %	-1,50 %
3 mois	0,15 %	-0,02 %	-1,51 %	0,09 %	0,01 %	-1,45 %
2 ans	0,28 %	0,01 %	-1,42 %	0,13 %	0,03 %	-1,44 %
5 ans	0,39 %	0,07 %	-1,29 %	0,27 %	0,06 %	-1,42 %
10 ans	0,62 %	0,16 %	-1,08 %	0,70 %	0,18 %	-1,21 %
30 ans	1,16 %	0,24 %	-0,60 %	1,47 %	0,28 %	-0,91 %
ORR 30 ans	-0,17 %	0,05 %	-0,55 %			

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	90	120	160	0	5	0	0	0	0
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	140	175	225	0	20	0	5	0	15
Sun Life, dette subordonnée	A	105	140	190	-5	5	-5	-5	-5	5
Hydro One	A high	70	100	145	0	10	-5	15	0	15
Enbridge Inc	BBB high	120	160	245	-15	20	-15	10	-10	25
Altalink LP	A	65	95	140	0	10	-5	15	0	20
GTAA	A high	95	130	165	5	40	5	50	5	55
Bell Canada	BBB high	100	145	210	-15	0	-5	-5	-5	5
Rogers Communications	BBB	95	140	205	-15	0	-5	-5	-5	0
Loblaw	BBB	95	140	205	-10	-10	0	-15	0	-5
Canadian Tire	BBB	130	190	270	-25	30	-15	40	-10	65
Province Québec	AA low	40	69	83	-3	4	-3	10	-1	14
Province Ontario	AA low	43	73	85	-3	5	-2	11	-2	12
SCHL	AAA	25	39	---	-7	-4	-1	1		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 4,4 milliards \$ au mois d'août, en baisse de 600 millions \$ par rapport au mois précédent et aussi par rapport au mois d'août 2019. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires a totalisé 79,6 milliards \$, soit 34 % de plus qu'à pareille date l'an dernier. La firme Brookfield a été active avec 3 émissions provenant de 3 champs d'activités différents, soient l'énergie renouvelable (425 millions \$), l'immobilier (500 millions \$) et les infrastructures (500 millions \$). Aux États-Unis, la somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés cette année a atteint 1 919 milliards \$, surpassant l'ancienne marque annuelle établie en 2017 (1 916 milliards \$) avec seulement 8 mois d'activité.

Les 6 grandes banques canadiennes ont publié leurs résultats financiers du troisième trimestre de 2020. Les bénéficiaires ont totalisé 9,8 milliards \$, en hausse de 69 % par rapport au second trimestre, mais 2,3 milliards de moins qu'au troisième trimestre l'an dernier. En revanche, les provisions pour pertes sur prêts ont fléchi de 38 % entre le second et le troisième trimestre de 2020 pour s'établir à 6,8 milliards \$. Par rapport à la même période l'an dernier, les banques ont toutefois augmenté leurs provisions de 4,3 milliards \$. Les revenus nets d'intérêts ont fléchi durant le trimestre, perturbés par l'environnement de taux d'intérêt bas et le confinement qui a réduit les transactions par cartes de crédit. En revanche, les revenus autres que d'intérêts ont augmenté, influencés en partie par l'activité sur les marchés des capitaux et la gestion d'actifs.

Le gouvernement de l'Alberta a publié une mise à jour économique qui prévoit un déficit de 24 milliards \$, une hausse de 17 milliards \$ par rapport au budget prévu en février. Les dépenses devraient croître de 9,3 % pour atteindre 62,6 milliards \$, principalement des charges de santé publique et des mesures de soutien liées à la Covid. En revanche, les revenus chuteront de 23,1 % à 38,5 milliards \$. Les projections du gouvernement misent dorénavant sur un cours du baril de pétrole à 35,60 \$ contre 58 \$ en février. La dette devrait atteindre 66,9 milliards \$ ou 22 % du PIB, ce qui est inférieur au ratio de plus de 40 % observé en Ontario et au Québec. Les besoins de financement pour l'exercice en cours s'élèveront à 29,9 milliards \$, en hausse de 12,8 milliards \$ par rapport au budget de février.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	août-20	2020
Univers	100 %	-1,13 %	7,66 %
Court terme	40,4 %	0,09 %	4,63 %
Moyen terme	25,3 %	-0,42 %	8,92 %
Long terme	34,3 %	-3,01 %	10,54 %
Fédéral	33,5 %	-0,90 %	7,11 %
Provincial	37,5 %	-1,75 %	8,73 %
Sociétés	26,9 %	-0,51 %	6,81 %
ORR		0,92 %	10,95 %

Source: ftse.com

La reprise des ventes au détail jumelée à une courbe de rendement plus abrupte devrait améliorer les revenus nets d'intérêts dans les prochains trimestres. La majorité des ménages qui avait pris un congé hypothécaire durant la crise ont repris leurs paiements. Les provisions pour pertes sur créances semblent donc suffisantes, dans la mesure où l'économie n'est pas frappée par une seconde vague.

Certes le ratio d'endettement de l'Alberta est la moitié de celui du Québec et de l'Ontario, mais le rythme d'accélération de la dette est inquiétant. En fait, la dépendance des revenus publics au secteur pétrolier apporte beaucoup de volatilité et d'incertitude pour atteindre l'équilibre budgétaire. La province a un plan de diversification de l'économie qui devrait être accéléré pour contenir les finances publiques.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Si quelqu'un vous avait mentionné en décembre dernier que l'économie mondiale allait chuter de 5 à 10 % en 2020, que le taux de chômage allait bondir à plus de 10 % avec des bénéfices d'entreprises dépréciés, auriez-vous cru que les marchés boursiers allaient être en hausse pour l'année, que les écarts de crédit allaient rester sensiblement inchangés et que l'immobilier allait s'emballer un peu partout dans le monde? Cet environnement est le résultat du mariage des politiques budgétaires et monétaires très accommodantes. Ceci n'est pas une récession ordinaire. La production a chuté, mais le revenu des ménages a bondi sous l'influence des programmes gouvernementaux, permettant à l'immobilier et au marché boursier de s'enflammer. Les banques centrales ont également contribué, imprimant de l'argent pour financer les déficits monstres des gouvernements et permettre aux entreprises d'emprunter à faible coût. Le rôle des banques centrales ne s'arrête pas là. Stimuler l'inflation est maintenant un objectif pour la Fed en utilisant les programmes d'assouplissement quantitatif. Ceci devait se produire après la première vague d'achat d'actifs suivant la crise financière sans résultat concret. Pourquoi ça serait différent cette fois? Avec la crise de la Covid, la nouvelle monnaie créée ne se dirige pas uniquement vers le système financier, elle se retrouve dans les poches des ménages prête à être dépensée sur des biens et services qui deviennent plus difficiles à produire en raison des mesures sanitaires. L'inflation est toujours le résultat de pénurie.