

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

JANVIER 2016

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Les ventes du commerce de détail canadien ont progressé de 1,7 % mensuellement en novembre dernier en raison d'une forte hausse des ventes d'automobiles neuves. Il s'agit d'un cinquième mois de suite de gain des ventes pour les concessionnaires. Les ventes ont aussi bénéficié des promotions liées au Vendredi fou, notamment dans les détaillants de vêtements et d'appareils électroniques. Toutes les provinces canadiennes ont enregistré une augmentation, même l'Alberta dont les ventes ont crû de 1,4 % après avoir affiché des baisses au cours des deux mois précédents.
- Le rythme de croissance de l'économie américaine a décéléré en fin d'année, passant de 2,0 % en termes annualisés au troisième trimestre à 0,7 % au quatrième. Cette baisse de régime s'explique par une contraction du commerce extérieur et la décision des entreprises de liquider les inventaires au lieu d'accroître la production. La force du dollar américain continue donc de miner l'activité dans le secteur manufacturier. Les dépenses de consommation des ménages ont progressé de 2,2 % contre 3,0 % au cours des deux trimestres précédents.
- Pour l'année 2015, le taux de croissance de l'économie chinoise s'est chiffré à 6,9 %, sa plus faible progression en 25 ans. La production industrielle a progressé de 5,9 % annuellement en décembre tandis que les dépenses de consommation et les investissements fixes ont crû de 11,1 % et 10,0 % respectivement. Il s'agit du plus faible taux de croissance des investissements depuis 2000.

ÉVOLUTION DES TAUX

- La Banque du Canada a décidé de garder son taux directeur inchangé à 0,5 % lors de sa dernière réunion malgré la récente baisse du prix du pétrole. La Banque a préféré attendre l'ampleur des mesures fédérales de relance budgétaires avant d'utiliser à nouveau son outil monétaire. Le processus d'ajustement de l'économie canadienne en faveur des industries hors ressources s'annonce long et complexe selon l'autorité monétaire. Celle-ci table dorénavant sur une croissance de 1,4 % en 2016, soit 0,6 % de moins que prévu à l'automne dernier.
- La Banque du Japon a joint les rangs de la BCE en abaissant son taux directeur à -0,10 % dans le but d'attiser l'inflation. Le délai prévu pour atteindre la cible de 2 % d'inflation a été prolongé de 6 mois, soit au cours du premier semestre de 2017. Mis de l'avant en 2013, le plan Abenomique visait un objectif de 2 % d'inflation en 2015. En décembre 2015, les prix à la consommation avaient crû de seulement 0,3 % annuellement.

La dégradation récente des conditions de travail en Alberta devrait nuire aux futures dépenses de consommation des ménages. Depuis avril 2015, l'économie albertaine a perdu près de 45 000 emplois à temps plein (-2,3 %) tandis que le taux de chômage a crû de 1,5 % pour atteindre 7,4 % en janvier 2016, un sommet depuis février 1996.

Deux forces s'opposent dans l'économie américaine. D'un côté, les forts gains d'emplois et les rabais à la pompe devraient continuer d'alimenter les dépenses. En revanche, la baisse du prix du pétrole mine les investissements. Il faut toutefois se rappeler que ce secteur n'emploie que 200 000 personnes sur un total de 143 millions de travailleurs.

Si la Chine croît à un rythme de 6,5 % annuellement pour les cinq prochaines années, elle aura doublé son PIB entre 2010 et 2020. De plus, une croissance de 6,5 % du PIB en 2016 produira autant de valeur monétaire qu'en 2011 lors que le taux de croissance était de 9,5 %. Parlons-nous vraiment d'un problème de croissance ?

La vitesse à laquelle notre devise s'est dépréciée est aussi problématique pour la Banque. L'effet négatif sur le prix des biens importés (chou-fleur à 7\$) pourrait se manifester avant les bienfaits sur nos exportations. Les actifs canadiens, dont l'immobilier, deviennent aussi plus attrayants pour les investisseurs étrangers. La transaction de Rona est un exemple parfait.

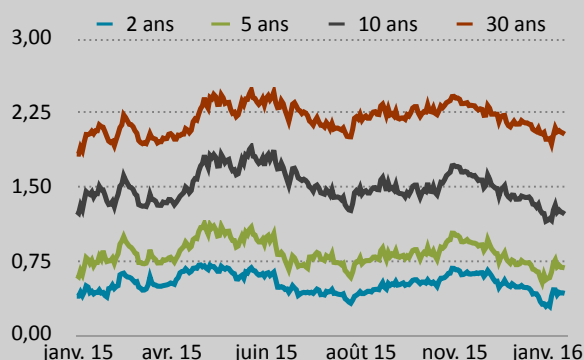
À la suite de cette décision, près de 25 % des obligations de l'indice gouvernemental mondial de JP Morgan sont en territoire négatif. Les interventions des banques centrales ont déformé la valeur des actifs de même que la notion de risque d'un investissement.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2016		Variation mois	Variation 2016
31 janv. 2016						
Taux directeur	0,50 %	0,00 %	0,00 %	0,50 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,46 %	-0,05 %	-0,05 %	0,31 %	0,15 %	0,15 %
2 ans	0,42 %	-0,06 %	-0,06 %	0,77 %	-0,27 %	-0,27 %
5 ans	0,68 %	-0,05 %	-0,05 %	1,33 %	-0,43 %	-0,43 %
10 ans	1,23 %	-0,17 %	-0,17 %	1,92 %	-0,35 %	-0,35 %
30 ans	2,04 %	-0,11 %	-0,11 %	2,74 %	-0,27 %	-0,27 %
ORR 30 ans	0,66 %	0,01 %	0,01 %			

Source: Bloomberg

ÉVOLUTION ANNUELLE DES TAUX CANADIENS



PRIMES DE RISQUE DES OBLIGATIONS DE CRÉDIT

Émetteurs	Note de crédit		Écart			Variations					
	DBRS	S&P	5 ans	10 ans	30 ans	5 ans		10 ans		30 ans	
						mois	2015	mois	2015	mois	2015
Banque Royale, billet de dépôt	AA	AA-	145	165	200	10	10	10	10	10	10
Financière Manuvie, dette senior	A high	A+	155	180	215	10	10	10	10	5	5
Fortis Inc,	A low	A-	145	185	240	10	10	20	20	25	25
Hydro One	A high	A	120	150	205	10	10	15	15	20	20
Enbridge Inc	BBB high	BBB+	320	365	390	60	60	50	50	45	45
Encana Corp	BBB	BBB	750	800	825	350	350	325	325	275	275
GTAA	A	A	105	135	175	15	15	15	15	10	10
Bell Canada	A low	BBB+	180	230	295	10	10	10	10	15	15
Rogers Communications	BBB	BBB+	190	245	310	10	10	15	15	15	15
Loblaw	BBB	BBB	180	225	280	15	15	15	15	15	15
Canadian Tire	BBB high	BBB+	175	220	270	15	15	15	15	10	10
Province Québec	A high	A+	78	111	125	10	10	14	14	15	15
Province Ontario	AA low	A+	77	110	119	9	9	14	14	13	13
SCHL	AAA	AAA	49	63	---	0	0	4	4		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

● La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 5,1 milliards \$ au mois de janvier, en hausse de 1,1 milliard \$ par rapport au mois précédent et 1,6 milliard \$ de plus qu'en janvier 2015. Il n'y a eu que six transactions au cours du mois, mais de tailles imposantes. À cet égard, la Banque CIBC et la Banque Royale ont chacun émis des dettes subordonnées d'un terme de cinq ans éligibles pour fonds propres d'urgence en cas de non viabilité (FPUNV) pour un total de 2,75 milliards \$. Les primes de risque liées aux titres FPUNV ont continué l'élargissement amorcé l'an dernier en sympathie avec les émissions d'actions privilégiées. À la fin du mois, l'écart de rendement d'un titre de 5 ans s'élevait à 275 p.c. en hausse de 20 p.c. depuis la fin de l'année dernière.

● La société Suncor Énergie a conclu une entente de 6,6 milliards \$ afin de mettre la main sur sa rivale Canadian Oil Sands. Au terme de cette transaction, Suncor détiendra 73 % des actions de la compagnie tout en épongeant la dette de 2,4 milliards \$ de Canadian Oil Sands. Suncor a également affiché une perte de 2 milliards \$ au quatrième trimestre de 2015 en raison de la baisse des cours pétroliers. Les conditions financières difficiles ont forcé la société pétrolière à réduire ses effectifs de 1 700 employés au cours de l'année 2015, soit 700 travailleurs licenciés de plus qu'elle n'avait prévu il y a un an.

● L'agence de notation S&P a annoncé une dégradation de la note de solvabilité de la province de Terre-Neuve, passant de A+ à A. S&P a aussi conservé une perspective négative sur la note de la province en raison de la détérioration des finances publiques, de l'augmentation prévue de l'endettement et des faibles prévisions économiques. Ces mêmes facteurs ont aussi incité les agences DBRS et Moody's à modifier leurs perspectives de stable à négative. La province récolte 23 % de ses revenus sous forme de royalties pétrolières. Le gouvernement prévoit un manque à gagner de 1,9 milliard \$ pour l'année financière courante (6,1 % du PIB) et 2,4 milliards \$ pour l'année suivante. Le programme de financement pour l'exercice se terminant le 31 mars 2016 s'élevait à 2,4 milliards \$. À la fin janvier, seulement 26,5 % du financement avait été complété.

PERFORMANCE INDICE FTSE TMX

Secteurs	Poids	janv.-16	2016
Univers	100 %	0,39	0,39
Court terme	43,8 %	0,22	0,22
Moyen terme	24,7 %	0,59	0,59
Long terme	31,5 %	0,47	0,47
Fédéral	37,0 %	0,91	0,14
Provincial	33,6 %	0,14	0,14
Sociétés	27,6 %	0,02	0,02
ORR		-0,33	-0,33

Source: ftse.com

Moody's a dégradé la note de solvabilité des deux sociétés, mais elles ne seront pas les seules. Le marasme du secteur énergétique annonce une période de consolidation qui ne fait que débiter.

Depuis la fin de l'année jusqu'à son dernier financement qui eut lieu le 3 fév. 2016, les écarts de long terme de la province ont bondi de 47 p.c. pour atteindre 182 p.c. Cette contre-performance témoigne du manque d'intérêt des investisseurs pour tout produit lié de près à l'or noir.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Les marchés financiers ont eu un début d'année difficile alors que l'indice boursier phare S&P 500 a enregistré sa huitième pire performance de son histoire. Ce recul s'est fait de pair avec la baisse de 9,2 % du prix du pétrole. Les pays dépendants du pétrole comme le Canada, la Norvège et les pays de l'OPEP écopent, mais pour les autres, ce repli rehausse le revenu disponible des ménages et contribue à l'expansion économique. La majorité des analystes évoquaient auparavant qu'une hausse des cours pétroliers agissait comme une taxe à la consommation. Maintenant que le prix a fléchi de 68 % en 19 mois, pourquoi l'inverse se n'applique pas? Rappelons-nous que les États-Unis sont toujours des importateurs nets de pétrole pour un équivalent de 2,5 milliards de barils en 2015. Avec un cours moyen de 50 \$ le baril l'an dernier, soit la moitié du prix d'avant crise, les États-Unis ont épargné 125 milliards \$, soit un stimulus équivalent à 0,55 % du PIB. La turbulence actuelle est davantage liée au secteur énergétique que généralisée. Cependant, les nouvelles règles bancaires ont réduit la liquidité des marchés et exacerbé les mouvements à la baisse. Il semble toutefois y avoir une dichotomie entre l'évolution des actifs risqués et celle de l'économie. Les places boursières se dégonflent de l'hélium injecté par les banques centrales, mais la situation ne ressemble en rien à 2008 où la méfiance du système financier régnait. Une fois réévalués en fonction de la nouvelle réalité économique (croissance modérée), les actifs risqués redeviendront attrayants.