

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

SEPTEMBRE 2016

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- La reprise de l'activité économique canadienne amorcée en juin (+0,6 % mensuellement) s'est poursuivie au mois de juillet avec une croissance de 0,5 %. Plus de la moitié de cette croissance est attribuable à la hausse de production dans le secteur de l'extraction de mines, de pétrole et de gaz à la suite des feux de forêt de Fort McMurray, qui ont paralysé la région en mai. Des onze industries répertoriées, seulement deux ont enregistré une contraction de la production, soient la construction et le secteur public. Il s'agit d'un quatrième mois consécutif de baisse pour l'industrie de la construction touchée par des reculs dans la construction résidentielle et les travaux de génie et de réparation.
- Le département du Commerce a annoncé que les détaillants américains ont connu un recul des ventes de 0,3 % au mois d'août, suivant une légère hausse de 0,1 % en juillet. Les ventes demeurent toutefois en progression de 1,9 % en variation annuelle. Les concessionnaires automobiles ont enregistré une baisse de 0,9 % des ventes alors que la baisse des prix à la pompe a aussi réduit la facture payée aux stations-services. Nonobstant l'industrie automobile, les ventes ont connu une baisse de 0,1 % depuis juillet, témoignant ainsi de l'étendue du recul à travers les industries.
- Contre toute attente, l'OPEP a annoncé une réduction possible de production de 500 000 à 1 million de barils par jour, soit sa plus forte baisse depuis la crise de 2008. Privée d'une portion de sa rente pétrolière, l'Arabie saoudite a décidé de réduire les salaires des ministres de 20 %. Le royaume avait déjà annoncé des coupes dans les subventions publiques il y a quelques mois.

ÉVOLUTION DES TAUX

- La Banque du Japon a annoncé qu'elle maintenait son taux directeur à -0,10 % et la taille de ses rachats d'actifs à 80 000 milliards ¥ annuellement, mais ceux-ci serviront davantage à cibler le taux d'intérêt des obligations gouvernementales de 10 ans à 0 %. L'autorité monétaire cherche toujours à obtenir un taux d'inflation de 2 %, mais elle a également mentionné que les rachats se poursuivraient même une fois cette cible atteinte.
- La Réserve fédérale a reconduit sa politique monétaire lors de sa dernière réunion tout en solidifiant son plaidoyer pour une hausse d'ici la fin de l'année. Selon le comité, les éléments de preuves économiques soutenant une hausse du taux directeur se sont à nouveau renforcés, ce qui a amené trois membres du comité à s'objecter à la décision en réclamant une hausse immédiate. Les probabilités d'une augmentation pointent vers la réunion de décembre, après l'élection présidentielle.

La production dans l'industrie de l'extraction pétrolière et minière est retournée au niveau de mars dernier, effaçant ainsi les perturbations des feux de forêt. On peut donc s'attendre à une contribution plus faible dans les prochains mois, et ce, malgré la hausse du prix du pétrole. Le cours pétrolier demeure sous le seuil de rentabilité des projets bitumineux (65-75\$), ce qui retarde les nouveaux investissements et l'expansion de cette industrie.



Le commerce de détail devrait tout de même être soutenu par une création d'emplois et des hausses salariales. En revanche, il ne faut pas s'attendre à une croissance continue des ventes automobiles, celles-ci sont déjà aux niveaux records enregistrés avant la crise financière.

L'Arabie saoudite ne pouvait plus conserver cette stratégie de surproduction en raison de son imposant déficit à venir (14 % du PIB). Il est important de renflouer les coffres sinon le royaume devra sabrer dans le secteur public qui représente 23 des emplois au pays, ce qui pourrait provoquer une déstabilisation sociale.

En dépit d'un programme d'injection monétaire massif, l'économie japonaise a crû à un rythme de 0,6 % annuellement depuis l'élection de Shinzo Abe en décembre 2012, soit 0,3 % de moins que la moyenne des 20 dernières années. Le problème n'est pas monétaire, il est structurel.

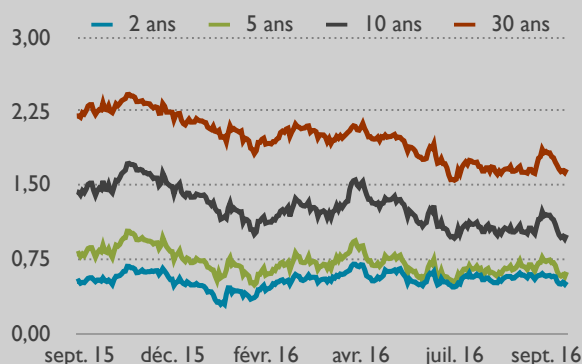
Encore une belle opportunité ratée de la part de la Réserve fédérale pour rétablir sa crédibilité auprès des investisseurs. Elle est trop dépendante des données économiques actuelles pour fixer sa politique monétaire et elle n'est même pas en mesure d'énumérer une donnée susceptible de justifier ses craintes aujourd'hui.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

30 sept. 2016		Variation mois	Variation 2016		Variation mois	Variation 2016
Taux directeur	0,50 %	0,00 %	0,00 %	0,50 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,53 %	0,01 %	0,02 %	0,27 %	-0,06 %	0,11 %
2 ans	0,52 %	-0,05 %	0,04 %	0,76 %	-0,04 %	-0,29 %
5 ans	0,62 %	-0,05 %	-0,11 %	1,15 %	-0,05 %	-0,61 %
10 ans	1,00 %	-0,03 %	-0,40 %	1,59 %	0,01 %	-0,68 %
30 ans	1,66 %	0,03 %	-0,49 %	2,32 %	0,08 %	-0,70 %
ORR 30 ans	0,18 %	-0,05 %	-0,46 %			

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	2016	mois	2016	mois	2016
Banque Royale, billet de dépôt	AA	AA-/A+	100	120	160	0	-35	5	-35	5	-30
Financière Manuvie, dette senior	A high	A+	120	145	190	0	-25	5	-25	5	-20
Fortis Inc.	A low	BBB+	140	185	245	0	5	0	20	5	30
Hydro One	A high	A	85	120	160	0	-25	0	-15	0	-25
Enbridge Inc	BBB high	BBB+	160	215	285	-20	-100	-25	-100	-10	-60
Encana Corp	BBB	BBB	320	390	450	-40	-80	-25	-85	-25	-100
GTAA	A	A+	75	105	145	0	-15	0	-15	0	-20
Bell Canada	BBB high	BBB+	135	185	235	0	-35	0	-35	0	-45
Rogers Communications	BBB	BBB+	135	185	245	0	-45	0	-45	0	-50
Loblaw	BBB	BBB	135	185	235	0	-30	0	-25	0	-30
Canadian Tire	BBB high	BBB+	140	190	240	0	-20	5	-15	0	-20
Province Québec	A high	A+	63	87	103	0	-5	-2	-10	-1	-7
Province Ontario	AA low	A+	63	85	98	2	-5	-1	-11	-1	-8
SCHL	AAA	AAA	44	53	---	5	-5	0	-6		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 7 milliards \$ au mois de septembre, une baisse de 400 millions \$ par rapport au mois précédent et 6,2 milliards \$ de moins qu'en septembre 2015. Par contre, en additionnant les mois d'août et septembre, le volume atteint 14,4 milliards \$, soit 500 millions de plus qu'en août et septembre 2015. Ainsi, depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires s'élève à 64,2 milliards \$, soit 11,5 % de moins qu'à pareille date l'an dernier. Par ailleurs, les besoins de financement obligataire au niveau provincial pour l'exercice en cours (2016-17) devraient atteindre 74,8 milliards \$. À mi-parcours dans l'exercice, les provinces ont déjà complété 60 % de cette somme. La Colombie-Britannique et le Québec sont en avance sur leur programme avec 82 % et 81 % du financement complété. En revanche, l'Alberta figure au bas de la liste avec seulement 47 % de son plan achevé et 8,4 milliards \$ en obligations à émettre.
- L'opérateur d'oléoducs canadien Enbridge a conclu une entente pour faire l'acquisition de son rival américain Spectra Energy pour la somme de 37 milliards \$, faisant de cette nouvelle entité le plus grand groupe d'infrastructures pétrolières en Amérique du Nord. Cette transaction s'effectuera uniquement par échange d'actions, aucun emprunt ne sera utilisé. À la conclusion de cette fusion, les actionnaires d'Enbridge détiendront 57 % des actions de la nouvelle entité. Selon les dirigeants d'Enbridge, il s'agit d'une transaction stratégique qui permettra dorénavant à la société canadienne de transporter du pétrole vers la côte est des États-Unis à travers le réseau de Spectra. L'absence de dette dans cette transaction fut bien reçue par les créanciers, se traduisant en réduction des écarts d'environ 20 p.c.
- La première banque allemande Deutsche Bank (DB) s'est vue imposer une amende de 14 milliards \$ US en lien avec son implication dans la vente de titres adossés à des créances immobilières toxiques avant la crise financière. Selon le ministère de la Justice américain, DB a induit en erreur les investisseurs en leur vendant ces produits structurés. Il s'agit de la plus importante amende imposée à une banque étrangère aux États-Unis. L'action de la banque allemande a fléchi de 11,3 % au mois de septembre, ce qui porte la capitalisation boursière de la banque à 18,2 milliards \$ US.

PERFORMANCE INDICE FTSE TMX

Secteurs	Poids	sept.-16	2016
Univers	100 %	0,25 %	5,28 %
Court terme	43,4 %	0,26 %	1,52 %
Moyen terme	24,0 %	0,40 %	4,89 %
Long terme	32,6 %	0,14 %	10,83 %
Fédéral	36,1 %	0,10 %	3,38 %
Provincial	34,5 %	0,30 %	6,95 %
Sociétés	27,4 %	0,37 %	5,65 %
ORR		0,18 %	7,80 %

Source: ftse.com

Le poids combiné des familles Enbridge et Spectra dans l'indice FTSE-TMX s'élèvera à 1,7 %, le plus élevé des émetteurs non financiers. La compression des écarts pourrait être limitée, car plusieurs obligations sont notées BBB et un bon nombre de politiques de placement limitent le poids par émetteur à 2 %, laissant peu de place à la surpondération.

Il est peu probable que DB paie la somme réclamée, il s'agit d'une base de négociation. La banque d'affaires américaine Goldman Sachs s'est vue imposer une amende de 15 milliards \$ pour des faits similaires, elle a pourtant réglé ce litige en payant 5,1 milliards \$ en avril cette année.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Les décisions de la Banque du Japon et de la Réserve fédérale démontrent que les autorités monétaires continuent de croire qu'il existe une courroie de transmission entre la politique monétaire, le prix des actifs financiers et l'économie réelle. La première relation est bien établie et son lien se renforce au fur et à mesure que les sources de croissance s'épuisent. C'est plutôt le rapport insidieux entre l'inflation des actifs financiers et la croissance économique qui mérite d'être repensé au sein des banquiers centraux. Il est faux de croire qu'une réduction de la courbe de taux incite à l'investissement des sociétés, puisque l'endettement est déjà à un niveau problématique et constitue un risque pour la stabilité financière. Le FMI indiquait tout récemment que l'endettement mondial (privé et public) atteignait 152 000 milliards \$, soit l'équivalent de 225 % du PIB mondial. En 2002, ce ratio s'élevait à 200 %. Ces créances sont principalement au bilan des sociétés et des ménages et leur accroissement est attribuable aux pays en développement. La dette publique des pays industrialisés s'est toutefois accrue depuis la crise financière. Espérer qu'une hausse des valeurs boursières créera un effet de richesse est aussi utopique. Les plus nantis profitent davantage de cette plus-value et leur portion consommée d'un dollar supplémentaire de revenu est moindre que la classe moyenne. À défaut d'avoir un plan fiscal de relance clair, la politique monétaire demeure le seul outil disponible.