

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

JANVIER 2021

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'emploi a chuté de 62 600 au Canada en décembre, propulsé par des pertes dans les emplois à temps partiel (-99 000). Il s'agit d'une première baisse de l'emploi depuis avril dernier. L'industrie des services a été directement touchée par les mesures de santé publique ce qui s'est traduit en une perte de 74 000 emplois dont 56 700 en hébergement et restauration. En revanche, les industries productrices de biens ont ajouté 11 300 emplois le mois dernier, principalement dans la fabrication (15 400). L'augmentation annuelle dans les salaires horaires moyens est maintenant de 5,4 % contre 4,8 % le mois dernier.
- L'économie américaine a crû à un rythme annualisé de 4 % au quatrième trimestre, portant la contraction pour 2020 à 3,5 %, la pire performance annuelle depuis 1946. Les dépenses de consommation (+2,5 %) ont affiché une croissance plus faible qu'attendu en raison de l'incertitude liée à la Covid et à la réduction du soutien gouvernemental dont certains programmes venaient à terme à la fin de l'année. Les investissements ont crû de 25,3 %, notamment l'investissement en immobilier résidentiel qui poursuit sa forte progression (33,5 %). Le commerce extérieur a nuï à la croissance, retranchant 1,5 % au PIB pour le trimestre, les importations ayant crû à un rythme plus rapide que les exportations.
- L'économie chinoise a crû de 2,6 % entre le troisième et le quatrième trimestre, portant ainsi la croissance en 2020 à 2,3 %. Bien qu'il s'agisse de la croissance la plus faible en plus de 40 ans, la Chine sera la seule des grandes économies à ne pas se contracter en 2020. Les ventes des détaillants sont en hausse de 3,9 % en 2020 alors que la production industrielle, qui bénéficie d'un soutien de l'Etat, a clôturé l'année en force pour enregistrer une croissance de 2,8 % pour l'ensemble de l'année.

L'emploi a également reculé de 213 000 en janvier, portant les pertes depuis le début de la pandémie à 858 000 emplois. La situation devrait en partie se rétablir en février avec la réouverture graduelle qui permet aux commerçants d'opérer. La hausse des salaires horaires moyens n'est pas un reflet d'une demande accrue, mais s'explique par le fait que les emplois perdus se retrouvent dans des industries à rémunération modique.

L'économie américaine devrait obtenir un coup de pouce de l'administration Biden qui mise sur un plan de soutien s'élevant à 1 900 milliards \$, incluant un nouveau chèque de 1 400\$ aux contribuables gagnant moins de 75 000\$ annuellement. Il serait plus approprié de cibler le soutien pour éviter que le stimulus se retrouve dans les comptes de courrage et accentue la fébrilité des marchés financiers.



La Chine a mieux réussi à contrôler la pandémie et stimuler son économie. Les perspectives de croissance élevée en Chine et la recherche de rendement des investisseurs font craindre le spectre de la bulle boursière de 2015, alors que les autorités étaient intervenues pour maîtriser l'envolée boursière. Seront-ils plus patients cette année s'il y a de l'instabilité financière?

ÉVOLUTION DES TAUX

- La Réserve fédérale a maintenu sa politique monétaire inchangée à l'issue de sa première rencontre de l'année. La Fed reconnaît que la reprise s'est modérée récemment, surtout dans les industries directement touchées par la pandémie comme la restauration. La politique monétaire demeurera très accommodante jusqu'à ce que l'économie atteigne le plein emploi, accueillant par le fait même une inflation plus élevée. La direction de l'économie dépendra de l'évolution de la pandémie et des progrès dans les campagnes de vaccination. Questionné sur la responsabilité de la Fed dans les récentes variations extrêmes sur certains actifs financiers (Gamestop ou Bitcoin), Jerome Powell ne trace pas de lien direct entre la politique monétaire et le prix des actifs. Selon lui, les récentes hausses sont principalement expliquées par les espoirs liés à la vaccination et le soutien gouvernemental qui a relevé les revenus et l'épargne des ménages.

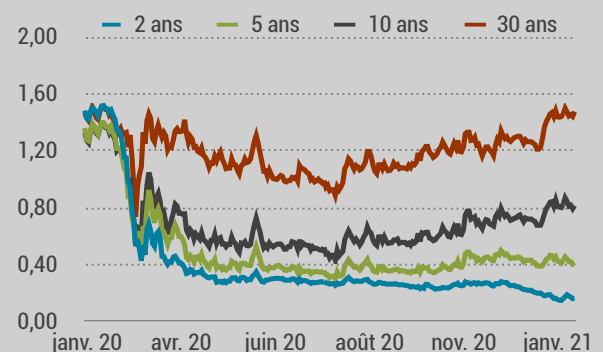
La Réserve fédérale a fréquemment appelé les gouvernements à bonifier leur soutien économique en indiquant les limites de la politique monétaire en période de pandémie. Aujourd'hui, elle cible ce soutien comme source de volatilité. Certes, plusieurs ménages ont obtenu un chèque sans avoir perdu de revenu d'emploi. La hausse marquée de l'épargne s'est retrouvée sur les marchés financiers, mais la politique monétaire contribue également. Les taux au plancher ont facilité les ventes à découvert de titres par les fonds de couverture. L'utilisation de compte de placement sur marge à faible taux de financement a aussi contribué à accentuer la volatilité.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2021		Variation mois	Variation 2021
31 janv. 2021						
Taux directeur	0,25 %	0,00 %	0,00 %	0,25 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,07 %	-0,01 %	-0,01 %	0,05 %	-0,01 %	-0,01 %
2 ans	0,16 %	-0,05 %	-0,05 %	0,11 %	-0,01 %	-0,01 %
5 ans	0,42 %	0,03 %	0,03 %	0,42 %	0,06 %	0,06 %
10 ans	0,89 %	0,21 %	0,21 %	1,07 %	0,15 %	0,15 %
30 ans	1,47 %	0,26 %	0,26 %	1,83 %	0,18 %	0,18 %
ORR 30 ans	-0,10 %	0,19 %	0,19 %			

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	2021	mois	2021	mois	2021
Banque Royale, dette recapitalisation interne	AA	60	95	145	-5	-5	-10	-10	-10	-10
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	90	130	185	-10	-10	-10	-10	-10	-10
Sun Life, dette subordonnée	A	80	120	175	-10	-10	-10	-10	-10	-10
Hydro One	A high	50	80	125	0	0	-5	-5	-5	-5
Enbridge Inc	BBB high	90	145	215	-5	-5	-5	-5	-20	-20
Altalink LP	A	50	75	120	0	0	-5	-5	-5	-5
GTAA	A high	55	85	130	5	5	0	0	0	0
Bell Canada	BBB high	75	125	195	-5	-5	-5	-5	-5	-5
Rogers Communications	BBB	75	125	195	-5	-5	-5	-5	-5	-5
Loblaw	BBB high	70	120	190	-5	-5	-5	-5	-5	-5
Canadian Tire	BBB	90	145	245	-5	-5	-10	-10	-10	-10
Province Québec	AA low	29	54	78	-1	-1	-3	-3	-1	-1
Province Ontario	AA low	33	59	79	-2	-2	-3	-3	-2	-2
SCHL	AAA	20	31	---	-1	-1	-1	-1		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 6,9 milliards \$ au mois de janvier, en hausse de 1 milliard \$ par rapport au mois précédent, mais 1,5 milliard \$ de moins qu'en janvier 2020. L'industrie automobile a été active avec 3 émissions, dont deux provenant de BMW Canada. Notée A dans l'indice, une des émissions vient à échéance en 2025 et offrait une prime de rendement de 0,60 % de plus que les obligations du Canada de même échéance. À titre de comparaison, CIBC (AA) a effectué une émission de dette de recapitalisation interne échéant en 2026 avec une prime de 0,67 %. L'industrie automobile est en pleine mutation vers les véhicules électriques et la prime de rendement offerte ne semble pas escompter ce risque.
- L'entreprise québécoise Alimentation Couche-Tard a présenté une offre sans engagement dans le but d'acquérir le géant européen de commerce de détail Carrefour au prix de 20 € l'action. Cette transaction fut donc évaluée à 25 milliards \$ qui aurait dû être payée en majeure partie en espèces. Couche-Tard a dû retirer son offre devant la forte opposition du gouvernement français à cette transaction, invoquant la souveraineté alimentaire de la France surtout en période de pandémie comme aujourd'hui. Le ministre de l'Économie aurait clairement indiqué aux dirigeants de Couche-Tard que, « pour des raisons politiques, il était impossible de vendre Carrefour à quinze mois de l'élection présidentielle ». Carrefour détient présentement 20 % du marché français de l'épicerie et emploie 105 000 travailleurs, ce qui en fait le plus grand employeur du secteur privé français. L'intention de créer une centrale d'achat après l'acquisition a aussi inquiété le gouvernement français quant à l'impact sur l'emploi.
- L'agence de notation S&P a abaissé les notes de crédit de 4 aéroports canadiens d'un échelon tout en gardant une perspective négative sur 6 aéroports. La pandémie et les fermetures de frontières canadiennes ont sévèrement perturbé les activités des aéroports canadiens et leur capacité à générer des revenus. Les ratios financiers de 4 aéroports s'étant détériorés, S&P a décidé d'abaisser leur note. « Bien que la distribution des vaccins récemment approuvés soit prometteuse, leur disponibilité et leur acceptation généralisées, qui sont importantes pour rétablir la demande de transport aérien, pourraient ne pas se produire avant le milieu de 2021 ou plus tard » mentionnait l'agence.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	janv.-21	2021
Univers	100 %	-1,11 %	-1,11 %
Court terme	41,2 %	0,13 %	0,13 %
Moyen terme	25,4 %	-0,48 %	-0,48 %
Long terme	33,4 %	-3,05 %	-3,05 %
Fédéral	33,8 %	-0,85 %	-0,85 %
Provincial	37,5 %	-1,75 %	-1,75 %
Sociétés	26,6 %	-0,54 %	-0,54 %
ORR		-2,29 %	-2,29 %

Source: ftse.com

À un an d'une élection présidentielle, le gouvernement ne voulait pas raviver la flamme populiste des gilets jaunes qui ont envahi la France en 2019. Néanmoins, ce qui est inquiète les investisseurs est le changement de stratégie de Couche-Tard pour réduire sa dépendance aux carburants en cherchant à devenir un des grands détaillants mondiaux.

En raison des restrictions imposées par le fédéral, un soutien gouvernemental accru pour les aéroports canadiens est très probable. De par la nature essentielle de leurs activités en termes de transport pour les biens de nécessité, les médicaments et les vaccins, les aéroports seraient en droit de recevoir au moins une prolongation du congé de loyer fédéral qui venait à échéance en décembre dernier.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Occupy Wall Street version numérique a retenu l'attention en ce début d'année et illustre bien la déconnexion qu'il existe entre la valeur de certains actifs et les économies toujours aux prises avec la pandémie. L'épisode Gamestop met aussi en lumière les risques associés à une politique monétaire trop accommodante et une politique budgétaire trop généreuse à l'égard de certains ménages. La création monétaire importante résultant de ces politiques a rendu les investisseurs insensibles aux prix des actifs tout en permettant aux entreprises zombies de continuer d'avoir accès à des capitaux et d'opérer, minant ainsi la productivité à long terme. La politique monétaire à taux nul permet aussi l'utilisation facile des marges de crédit pour investir et rend les ventes à découvert plus accessibles en réduisant le coût d'emprunt des titres. Est-ce normal qu'on puisse vendre à découvert plus de 140 % de l'encours des actions en circulation ? En raison des mesures sanitaires imposées un peu partout qui restreignent la consommation, l'argent imprimé a gonflé l'épargne et les comptes de courtage, propulsant ainsi le prix des actifs. Une fois les mesures levées, la demande de consommation refoulée se manifestera et l'effet observé sur le prix des actifs se transférera aux biens et services. Contrairement à la crise financière, les ménages ne sont pas en mode de désendettement, leurs actifs nets demeurent élevés et le système bancaire est bien capitalisé pour soutenir la croissance. Ces éléments pointent en faveur de pressions inflationnistes dans le futur.