

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

JANVIER 2017



ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Le produit intérieur brut a crû de 0,4 % en novembre au Canada, une cinquième croissance mensuelle en 6 mois. Plus de 60 % de cette croissance est attribuable à l'industrie de la fabrication et de l'extraction de mine, pétrole et gaz. Les industries productrices de biens ont enregistré un gain de 0,9 % mensuellement alors que celles des services ont progressé de 0,2 %, un neuvième mois consécutif d'expansion pour ces dernières. L'industrie de la construction a enregistré une seconde hausse (1,1 %) en 3 mois sous l'influence des travaux de rénovation dans le secteur résidentiel. Cependant, l'industrie de la construction s'est repliée à 19 reprises au cours des 24 derniers mois.
- Le rythme de croissance de l'économie américaine a décéléré en fin d'année, passant de 3,5 % en termes annualisés au troisième trimestre à 1,9 % au quatrième. Cette baisse de régime s'explique majoritairement par une contraction du commerce extérieur qui a retranché 1,7 % à la croissance. La force du dollar américain a propulsé les importations (8,3 %) et affaibli les exportations (-4,3 %). Les dépenses de consommation des ménages ont progressé de 2,5 % contre 3,0 % au trimestre précédent.
- L'économie chinoise a crû à un rythme annualisé de 6,8 % au quatrième trimestre, portant ainsi la croissance en 2016 à 6,7 %, au milieu de la fourchette cible de 6,5-7,0 % établit par le gouvernement. Les dépenses gouvernementales et l'expansion du crédit ont propulsé l'économie au dernier trimestre. Le ratio d'endettement de la Chine par rapport au PIB est passé de 254 % en 2015 à 277 % l'an dernier.

ÉVOLUTION DES TAUX

- La Banque du Canada a maintenu son taux directeur à 0,5 % en janvier. La Banque soutient que certains indicateurs témoignent d'une marge importante de ressources inutilisées sur le marché du travail et que le raffermissement du dollar canadien mine à la compétitivité de nos exportations. L'incertitude entourant l'ALÉNA depuis l'élection de Donald Trump est aussi un facteur de risque pour les exportateurs et M. Poloz a indiqué qu'il n'écarte pas la possibilité d'adoucir la politique monétaire si cela devenait nécessaire.
- La Réserve fédérale a également voté pour le statu quo lors de sa dernière réunion. Dans son communiqué, la Fed a dressé un tableau relativement positif de l'économie faisant référence aux solides gains d'emplois et à l'amélioration des indices de confiance. Bien qu'ils influenceront la conjoncture future, les changements anticipés à la politique fiscale ont été écartés du message.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2017		Variation mois	Variation 2017
31 janv. 2017						
Taux directeur	0,50 %	0,00 %	0,00 %	0,75 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,46 %	0,01 %	0,01 %	0,51 %	0,02 %	0,02 %
2 ans	0,77 %	0,02 %	0,02 %	1,20 %	0,02 %	0,02 %
5 ans	1,12 %	0,00 %	0,00 %	1,91 %	-0,01 %	-0,01 %
10 ans	1,76 %	0,04 %	0,04 %	2,45 %	0,01 %	0,01 %
30 ans	2,41 %	0,10 %	0,10 %	3,06 %	-0,00 %	-0,00 %
ORR 30 ans	0,64 %	0,15 %	0,15 %			

Source: Bloomberg

Les nouvelles mesures d'accès au crédit hypothécaire risquent de dégonfler l'hélium des valeurs immobilières dans certaines villes canadiennes (Vancouver et Toronto). Toutefois, tant et aussi longtemps que la démographie produit une demande, que les taux demeurent faibles et le marché du travail robuste, l'industrie de la construction devrait éviter l'effondrement tant attendu par certains.

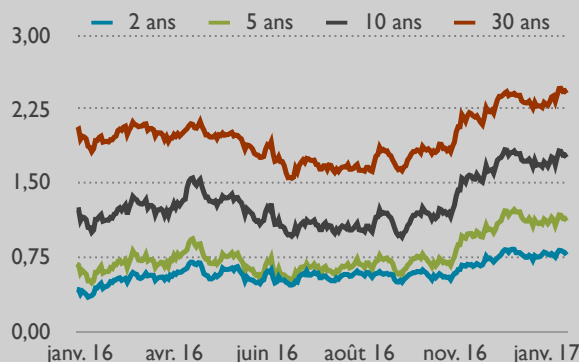
Le commerce international pourrait continuer de nuire à la croissance en 2017. La politique fiscale devrait stimuler la demande intérieure et les importations alors que la force du dollar américain nuira aux exportateurs. Cette détérioration de la balance commerciale risque d'attiser le discours en faveur des tarifs douaniers.

À l'instar du Japon, la Chine peut atteindre des ratios d'endettement élevés puisqu'elle est en position de surplus d'épargne qui découle d'une absence de filet social. Auparavant, ce surplus d'épargne était exporté en achat d'obligations américaines. Maintenant que le commerce international a plafonné, ces achats ont freiné.

Ce qui est paradoxal est que la Banque a également prévu que l'économie atteindra son plein potentiel vers le milieu de 2018. L'économie a donc 18 mois avec une croissance modeste de 2,1 % par année pour passer de capacités excédentaires notables au plein emploi. La marche nous paraît élevée!

Avant de se compromettre, la Fed voudrait bien analyser l'ampleur des mesures fiscales qui devraient être annoncées. Si les baisses d'impôts ciblent davantage la classe aisée, l'impact économique sera moindre puisque cette dernière épargne une plus grande proportion d'un dollar supplémentaire de revenu disponible.

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	2017	mois	2017	mois	2017
Banque Royale, billet de dépôt	AA	AA-	85	100	145	-10	-10	-10	-10	-10	-10
Financière Manuvie, dette senior	A high	A+	105	130	180	-10	-10	-5	-5	-5	-5
Fortis Inc.	BBB high	BBB+	110	155	210	-10	-10	-10	-10	-15	-15
Hydro One	A high	A	75	100	140	-5	-5	-5	-5	-10	-10
Enbridge Inc	BBB high	BBB+	125	170	225	-5	-5	-10	-10	-15	-15
Encana Corp	BBB low	BBB	190	255	320	-25	-25	-30	-30	-25	-25
GTAA	---	A+	70	90	125	0	0	-5	-5	-10	-10
Bell Canada	BBB high	BBB+	110	155	210	-5	-5	-10	-10	-15	-15
Rogers Communications	BBB	BBB+	110	155	210	-5	-5	-10	-10	-25	-25
Loblaw	BBB	BBB	110	155	210	-10	-10	-15	-15	-15	-15
Canadian Tire	BBB high	BBB+	115	160	220	-10	-10	-15	-15	-10	-10
Province Québec	A high	A+	56	78	93	1	1	0	0	1	1
Province Ontario	AA low	A+	57	78	90	1	1	-1	-1	1	1
SCHL	AAA	AAA	40	48	---	2	2	0	0		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

● La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 7,7 milliards \$ au mois de janvier, une hausse de 3,1 milliards \$ par rapport au mois précédent et 2,6 milliards \$ de plus qu'en janvier 2016. Rappelons que le calendrier des nouvelles émissions en janvier 2016 a été perturbé par la chute du pétrole (-9,2 %) et des indices boursiers à travers le monde, notamment en Chine. L'engouement pour les actifs risqués s'est perpétué au mois dernier alors que les primes de risques des obligations de sociétés se sont rétrécies d'environ 6 p.c. pour clôturer le mois à 129 p.c. selon l'indice FTSE TMX Univers. Cet enthousiasme des investisseurs s'illustre aussi par la demande entourant les nouvelles émissions de Pembina Pipeline échéant en 2024 et 2027. Cet émetteur noté BBB n'aurait pas été accueilli aussi favorablement en janvier 2016.

● Le président Trump a signé un nouveau décret présidentiel qui relance le projet de construction de l'oléoduc Keystone XL de TransCanada Pipeline. Parallèlement, la Maison Blanche a également muselé l'Agence de protection de l'environnement, empêchant ses employés de toutes communications médiatiques et sur les réseaux sociaux. Ce projet, estimé à près de 8 milliards \$ US, prévoit la construction d'un oléoduc de 1 900 km qui reliera les gisements de sables bitumineux de l'Alberta au Nebraska, où il sera connecté au réseau existant et acheminé vers le Golfe du Mexique pour être raffiné. Toutefois, M. Trump a aussi indiqué que les conditions du projet pourraient être renégociées, notamment en faveur des producteurs d'acier américains.

● La société canadienne AltaGas a annoncé l'acquisition de la société américaine WGL Holding pour la somme de 8,4 milliards \$, incluant la dette de 2,4 milliards \$. Localisée dans le District de Columbia, en Virginie et dans le Maryland, WGL produit 75 % de ses bénéfices avant impôt, intérêt et amortissement (BAIIA) à partir de ses opérations réglementées de distribution de gaz naturel. Par conséquent, l'entité fusionnée dérivera près de 55 % de ses BAIIA à partir d'un cadre réglementaire, contre 35 % auparavant. AltaGas prévoit financer cette acquisition en émettant des actions ordinaires pour une somme de 2,8 milliards \$, 800 millions \$ en actions privilégiées et le reste à l'aide de dettes ou de vente d'actifs (2,4 milliards \$). L'agence de notation DBRS a placé la note de crédit (BBB) sous révision, alors que S&P a confirmé sa note (BBB) et maintenu ses perspectives négatives.

PERFORMANCE INDICE FTSE TMX

Secteurs	Poids	janv.-17	2017
Univers	100 %	-0,12 %	-0,12 %
Court terme	45,2 %	0,21 %	0,21 %
Moyen terme	23,7 %	0,19 %	0,19 %
Long terme	31,1 %	-0,83 %	-0,83 %
Fédéral	36,9 %	-0,14 %	-0,14 %
Provincial	33,6 %	-0,52 %	-0,52 %
Sociétés	27,6 %	0,41 %	0,41 %
ORR		-1,78 %	-1,78 %

Source: ftse.com

Il s'agit d'une bonne nouvelle économique pour l'Alberta qui cherche toujours des débouchés pour son pétrole lourd. La construction risque d'être retardée par ses opposants, mais ceux-ci ne disposent plus d'alliés démocrates à Washington. En réalité, l'administration Trump ne reconnaît même pas le réchauffement climatique comme étant un « fait alternatif ».

Du point de vue d'un créancier, nous accueillons favorablement la diversification géographique de cette acquisition ainsi que le rehaussement du poids des opérations qui oeuvrent dans un cadre réglementaire. Reste à voir maintenant quelle sera la somme des ventes d'actifs afin d'alléger l'utilisation de la dette dans cette transaction.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

L'enthousiasme économique et financier découlant de l'élection de Donald Trump s'est atténué au mois de janvier. Les promesses électorales feront maintenant place aux réalisations. Cherchant à se dissocier rapidement de l'héritage d'Obama et montrer qu'il est un président d'action et de promesses, le président Trump a multiplié les décrets présidentiels qui ont ciblé principalement l'immigration et la sécurité aux frontières. Toutefois, il est demeuré timide sur ses engagements budgétaires depuis son assermentation. Tel que présenté en campagne électorale, ses réductions d'impôts favoriseraient la classe plus aisée. Selon le Centre de la politique fiscale, le revenu disponible des contribuables du premier centile augmenterait de 13,5 % alors que celui de la classe moyenne connaîtrait une augmentation de 1,8 %. Si ces mesures fiscales ne sont pas modifiées, l'impact économique sera plus mitigé, car les plus aisées épargnent une plus grande portion du dollar supplémentaire de revenu. Par contre, la baisse du taux d'impôt des sociétés (de 35 % à 15 %) et les dérèglementations promises pourraient donner un souffle aux investissements surtout pour les PME. Compte tenu que l'économie se situe déjà près du niveau de plein emploi, le stimulus à venir risque davantage de relever le structure salariale que de créer de nombreux emplois. Restreindre l'immigration aura aussi un effet à la hausse sur les salaires et éventuellement l'inflation.