

MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- La croissance de l'emploi au Canada a été solide au mois de novembre. Après avoir ajouté 66 600 emplois en octobre, l'économie canadienne a créé 53 600 emplois en novembre, portant à 181 000 le nombre de nouveaux travailleurs depuis trois mois. La totalité des nouveaux emplois en novembre étaient à temps partiel (+63 000), une tendance observée au cours des trois derniers mois, alors que 57 % des nouveaux postes étaient à temps partiel. Les industries productrices de biens ont ajouté 11 100 travailleurs, notamment pour extraire des ressources naturelles (+11 400). Les industries des services ont également ajouté 42 800 emplois, concentrés en santé (+45 500). En revanche, les commerces de gros et de détail ont retranché 34 100 employés. Le nombre de chômeurs a chuté de 79 500, de sorte que le taux de chômage a reculé de 0,4% pour atteindre 6,5 % en novembre, son niveau le plus bas en 16 mois.
- Le PIB américain a affiché une croissance de 4,3 % d'un trimestre à l'autre en rythme annualisé, soit 0,5 % de plus que la croissance du deuxième trimestre. Les composantes sont aussi robustes que le chiffre global le suggère. Les dépenses de consommation des ménages ont augmenté de 3,5 %, en accélération par rapport au trimestre précédent (+2,5 %). Les investissements des entreprises affichent une croissance de 2,8 %, sous l'impulsion des investissements en machinerie. En revanche, les investissements dans le secteur résidentiel (-5,1 %) sont en baisse pour un troisième trimestre consécutif. Le commerce international a ajouté 1,6 % à la croissance du troisième trimestre alors que les exportations ont bondi de 8,8 %, tandis que les importations se sont repliées de 4,7 %.
- La Banque du Japon a relevé son taux directeur de 0,25 % pour le fixer à 0,75 %, un niveau qui n'avait pas été atteint depuis 1995. Selon les perspectives de la Banque, il existe de fortes probabilités que le mécanisme par lequel les salaires et l'inflation augmentent simultanément se poursuive en 2026. Compte tenu d'un taux annuel d'inflation de 3 %, le taux directeur réel demeure négatif et donc expansionniste. La Banque s'est dite prête à relever de nouveau le taux directeur à l'avenir, mais les décisions seront prises d'une réunion à l'autre.

ÉVOLUTION DES TAUX

- Conformément aux attentes des investisseurs, la Réserve fédérale a annoncé une réduction de 0,25 % de son taux directeur, le faisant passer à 3,75 %. Le communiqué de la réunion précédente laissait entendre que la Fed pourrait faire une pause en décembre. Toutefois, les plus récentes statistiques démontrent un ralentissement du marché de l'emploi qui modifie l'équilibre des risques aux yeux de la Fed, qui sont davantage orientés vers le chômage plutôt que vers l'inflation. Le comité a également révisé ses prévisions économiques pour l'an prochain. La croissance économique devrait s'accélérer à 2,3%, comparativement à 1,8 % prévu en septembre, tandis que l'inflation sous-jacente serait légèrement plus faible, soit 2,5 % contre 2,6 % précédemment. Les membres n'ont pas modifié leurs prévisions concernant le taux directeur à la fin de 2026, anticipant une seule baisse supplémentaire sur l'horizon de 12 mois.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

31 déc. 2025		Variation mois	Variation 2025		Variation mois	Variation 2025
Taux directeur	2,25 %	0,00 %	-1,00 %	3,75 %	-0,25 %	-0,75 %
3 mois	2,20 %	0,01 %	-0,94 %	3,63 %	-0,17 %	-0,69 %
2 ans	2,59 %	0,17 %	-0,34 %	3,47 %	-0,02 %	-0,77 %
5 ans	2,97 %	0,24 %	0,01 %	3,73 %	0,13 %	-0,66 %
10 ans	3,43 %	0,28 %	0,21 %	4,17 %	0,16 %	-0,40 %
30 ans	3,86 %	0,27 %	0,53 %	4,84 %	0,18 %	0,06 %
ORR 30 ans	1,85 %	0,26 %	0,40 %			

Source: Bloomberg

DÉCEMBRE 2025

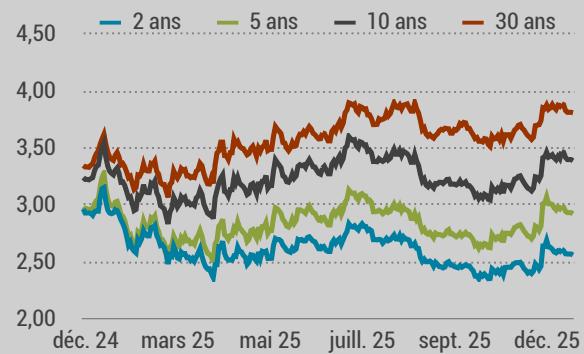
Le gain d'emploi au cours des trois derniers mois a été spectaculaire, mais ne mérite pas pour autant la note de A+ à un examen. Les nouveaux postes créés sont principalement à temps partiel et concentrés dans des secteurs moins sensibles au cycle économique. Cela démontre tout de même une résilience de l'économie, qui a poussé les investisseurs à escompter une hausse du taux directeur à partir d'octobre 2026. Un resserrement monétaire est peut-être prématuré, mais cela réduit au minimum les probabilités d'une baisse des taux prochainement.

En excluant le commerce international et les variations des stocks des entreprises, la demande intérieure finale de l'économie américaine affiche une croissance robuste de 3,0 % au troisième trimestre, comparativement à 2,9 % au deuxième. Cet indicateur témoigne d'une économie résiliente malgré les nombreux chocs subis cette année. Il pourrait y avoir une décelération au dernier trimestre en raison de la paralysie gouvernementale, mais pour l'année, l'économie risque de croître encore au-dessus de son potentiel à long terme.

Le taux directeur japonais suit ainsi une trajectoire haussière, tandis que celui des États-Unis devrait continuer de reculer en 2026. Nous nous dirigeons donc vers un environnement où les taux de financement tendent à converger entre les grandes économies. L'époque où le Japon exerçait une pression structurelle à la baisse sur l'ensemble des taux mondiaux semble tirer à sa fin.

Il est peu probable que la prochaine baisse de taux survienne dès janvier. Si la Fed devait assouplir de nouveau sa politique monétaire à ce moment-là, ce serait vraisemblablement en réaction à une détérioration marquée de la conjoncture, nécessitant par la suite une approche plus musclée en 2026. Malgré les conflits commerciaux, le durcissement de la politique d'immigration, la paralysie du gouvernement américain et les licenciements massifs liés au DOGE, l'économie continue de croître à un rythme supérieur à son potentiel. Une telle dynamique est généralement associée à des risques de surchauffe et plaide en faveur d'une approche prudente de la politique monétaire, plutôt que d'un assouplissement agressif des taux.

ÉVOLUTION DES TAUX CANADIENS



PRIMES DE RISQUE DES OBLIGATIONS DE CRÉDIT

Émetteurs	Note de crédit	Variations											
		DBRS	5 ans	Écart	30 ans	5 ans	mois	2025	10 ans	mois	2025	30 ans	mois
Banque Royale, dette recapitalisation interne	AA	65	90	115		-5	-15		-5	-15		-5	-25
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	100	130	160		-10	-25		-10	-30		-10	-45
Sun Life, dette subordonnée	A	90	120	150		-5	-5		-5	-15		-5	-25
Hydro One	A high	55	80	100		-5	-5		-5	-10		-10	-20
Enbridge Inc	A low	80	115	140		-10	-10		-10	-10		-10	-35
Altalink LP	A	55	80	100		-5	-5		-5	-10		-10	-20
GTAA	A high	50	75	95		-5	-5		-5	-10		-10	-20
Bell Canada	BBB	85	120	145		-10	-15		-5	-25		-10	-45
Rogers Communications	BBBL	90	125	150		-10	-15		-5	-25		-10	-40
Loblaw	BBB high	65	100	125		-10	-10		-5	-15		-10	-35
Canadian Tire	BBB	85	120	150		-10	-20		-5	-25		-10	-45
Province Québec	AA low	19	52	80	1	-5		0	-13	3		-10	
Province Ontario	AA low	17	46	73	-1	-7		-4	-16	-1		-13	
SCHL	AAA	9	22	-	0	-4		-2	-14				

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 10,4 milliards \$ en décembre, en baisse de 1,6 milliard \$ par rapport au mois précédent et de 1,2 milliard \$ par rapport à décembre 2024. Pour l'année 2025, la somme des financements obligataires a atteint un nouveau record annuel à 142,5 milliards \$, soit 11,6 % de plus que l'ancienne marque établie l'an dernier. Il s'agit également du quatrième trimestre le plus actif sur le marché primaire canadien avec 33,1 milliards \$ en nouvelle émission d'obligations de sociétés. Les investisseurs ont également bénéficié d'un marché plus diversifié alors que seulement 28 % des nouvelles émissions provenait du secteur bancaire, soit le ratio le plus faible de l'histoire.
- Parmi les 20 nouvelles émissions d'obligations de sociétés réalisées en décembre, quatre émetteurs affichant une note de crédit inférieure au seuil de qualité d'investissement ont procédé à des financements totalisant 990 millions \$. L'année 2025 a été particulièrement favorable pour le marché canadien des obligations à rendement élevé, avec 26 émissions totalisant 6,9 milliards \$, soit 1,2 milliard \$ de plus qu'en 2024. Il s'agit d'un nouveau sommet annuel pour cette catégorie d'émetteurs. L'année a également été marquée par un nombre record de 12 nouveaux émetteurs dans ce segment, dont Restaurants KEG, noté B (High), qui a emprunté 225 millions \$ en décembre en offrant aux investisseurs un coupon de 6,625 % pour une échéance de sept ans.
- La province de l'Alberta a publié une mise à jour économique de ses finances publiques. Le ministre des Finances s'attend désormais à ce que le déficit pour l'exercice 2025-2026 atteigne 6,4 milliards \$, soit 1,3 % du PIB. Il s'agit d'une détérioration de 1,2 milliard \$ par rapport au budget déposé au début de 2025, attribuable à une baisse équivalente des revenus, principalement des redevances issues des ressources pétrolières. Le ministre prévoit maintenant que le prix moyen du pétrole WTI s'établira à 61,50 \$, comparativement à 68 \$ au printemps. L'écart entre le prix du pétrole léger (WTI) et celui du pétrole lourd (WCS) devrait maintenant atteindre 11,30 \$, plutôt que les 17,10 \$ anticipés dans le budget. Néanmoins, la croissance économique devrait se raffermir pour atteindre 2,1 %, comparativement à 1,8 % prévu lors du dépôt du budget.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	déc.-25	2025
Univers	100 %	-1,28 %	2,64 %
Court terme	43,1 %	-0,25 %	3,88 %
Moyen terme	31,3 %	-1,08 %	4,03 %
Long terme	25,6 %	-3,11 %	-0,75 %
Fédéral	42,8 %	-1,15 %	2,19 %
Provincial	31,0 %	-1,97 %	1,85 %
Sociétés	24,5 %	-0,59 %	4,48 %
ORR		-2,51 %	0,88 %

Source: ftse.com

L'attrait des investisseurs pour ces titres à des écarts de rendement historiquement faible témoignent d'une certaine complaisance qui prévaut sur les marchés. En revanche, le produit de ces nouvelles émissions obligataires est souvent utilisé pour rembourser des emprunts bancaires. Peut-on y voir une volonté des banques canadiennes d'assainir leurs bilans en prévision d'un ralentissement économique ?

Les finances de la province sont fortement tributaires de l'évolution des prix du pétrole et, indirectement, des événements géopolitiques. À cet égard, l'intervention des États-Unis au Venezuela constitue un facteur de risque à moyen terme pour l'Alberta. Ce pays dispose d'immenses réserves de pétrole lourd, comparable à celui de l'Alberta, et devient ainsi une source alternative d'approvisionnement pour les États-Unis.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

L'économie américaine avait terminé l'année 2024 sur une note solide, et les perspectives pour 2025 étaient favorables, bien qu'elles demeuraient tributaires des décisions d'un nouveau président imprévisible. Cela dit, malgré les mises à pied massives d'employés fédéraux, l'imposition de droits de douane à plusieurs partenaires commerciaux, le durcissement des politiques d'immigration et une paralysie record du gouvernement fédéral, l'économie a continué de déjouer les pronostics et d'afficher un taux de croissance élevé, témoignant de sa résilience. Le marché du travail suscite certaines inquiétudes, mais le mot en « R » est encore loin d'être prononcé par les économistes. Toutefois, l'intervention au Venezuela constitue un nouvel élément déstabilisateur que les investisseurs devront intégrer dans leurs scénarios pour 2026. Au-delà des facteurs géopolitiques, l'économie américaine pourrait faire face à plusieurs trajectoires possibles l'an prochain. Par exemple, il est probable que l'activité économique réaccélère sous l'impulsion d'un stimulus budgétaire aux États-Unis et ailleurs dans le monde, entraînant une reprise des embauches à un moment où l'offre de main-d'œuvre en provenance de l'immigration est déjà contrainte. Cette reprise devrait inciter la Réserve fédérale à adopter une approche prudente en matière de baisses de taux. Toutefois, le prochain président de la Fed pourrait être tenté de plaire à l'administration Trump et d'encourager un assouplissement monétaire plus marqué, alimentant ainsi la croissance, mais aussi les pressions inflationnistes.