FOYSTON, GORDON & PAYNE INC.

CONSEILLERS EN PLACEMENT

22 janvier 2015

La surprise de janvier de la Banque du Canada : le point de vue de FGP

Hier, la Banque du Canada (la « Banque ») a surpris tout le monde en annonçant une réduction de 0,25 % de son taux du financement à un jour, qui s'établit maintenant à 0,75 %. Il s'agissait de sa première mesure de politique monétaire depuis septembre 2010. Certains segments du marché s'en sont ressentis immédiatement, le dollar canadien ayant nettement chuté par rapport à son homologue américain, et les titres de l'extrémité courte durée de la courbe de rendement s'étant fortement repliés. Fait intéressant, ceux de longue durée ont récupéré leurs pertes initiales, pour terminer la journée d'hier à leur point de départ.

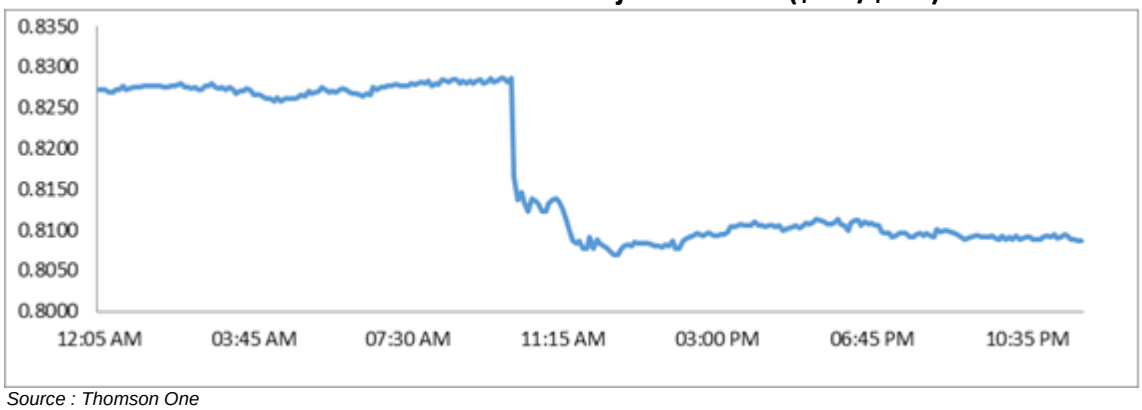
La Banque a énoncé clairement la raison d'être de cette réduction : « *Cette décision fait suite à la chute marquée des prix du pétrole observée récemment, qui aura une incidence négative sur la croissance et l'inflation sous-jacente au Canada* ». Elle a poursuivi en précisant qu'en raison des risques d'inflation et de ralentissement de la croissance, elle a jugé nécessaire d'agir maintenant de façon *« à offrir une assurance contre ces risques, à favoriser l'ajustement sectoriel nécessaire au renforcement des investissements et de la croissance, et à permettre à l'économie canadienne de retourner à son plein potentiel et l'inflation à la cible à l'intérieur de la période de projection. »*

FGP croit qu'il y a deux points à retenir :

- Manifestement, cette mesure porte moins sur le marché des titres à revenu fixe que sur le besoin de miser sur la devise pour favoriser la croissance économique. Sous la tutelle du gouverneur Stephen Poloz, la Banque s'est progressivement attachée à abaisser la valeur de la devise pour stimuler les exportations. Nous ne croyons pas qu'elle changera son fusil d'épaule de sitôt.

- La suggestion voulant que cette forme « d'assurance » rétablisse la stabilité et la confiance semble aller à l'encontre de la logique, à notre avis. Une annonce surprise à l'égard des taux qui déstabilise les marchés de change ne fait qu'exacerber le climat d'incertitude à long terme et est peu susceptible de stimuler la confiance des entreprises. (Le tableau ci-dessous, qui fait état des fluctuations du dollar canadien hier, démontre que le marché ne s'attendait pas du tout à cette réduction surprise des taux de la part de la Banque.)

Dollar canadien le mercredi 21 janvier 2015 ($ CA/$ US)



Source : Thomson One

En ce qui concerne les risques pour la croissance et l'inflation, nous ne sommes pas fondamentalement en désaccord avec les conclusions de la Banque, car nous nous attendons aussi à l'affaiblissement des principales données économiques au premier semestre de 2015. Toutefois, compte tenu du fait que la croissance du PIB réel s'établit à 2,6 % (T3 2014) et que l'inflation sous-jacente s'élève à 2,1 % (30 nov. 2014), nous croyons que le rendement d'équilibre du marché à long terme (valeur intrinsèque) de l'obligation canadienne à 30 ans devrait être supérieur à celui de 2,04 % enregistré à la clôture des marchés hier.

Même si, à court terme, nous envisagions un scénario plausible où la croissance du PIB réel tombait à 1,5 % et l'inflation sous-jacente atteignait 1,5 %, nous pourrions toujours nous attendre à un rendement d'équilibre du marché d'au moins 3,0 % pour l'obligation canadienne à 30 ans. Soit que les caractéristiques fondamentales de l'économie doivent continuer de se détériorer ou que les prix du marché doivent s'adapter à des rendements à long terme supérieurs. Ce dernier scénario nous semble plus probable. Simplement dit, nous croyons que les obligations de longue durée sont trop coûteuses et que leur marge de sécurité est trop faible pour qu'un placement y soit rentable à long terme.

Comme vous le savez, les placements dans le marché obligataire canadien ne sont pas tous de longue durée et nous repérons toujours des occasions de placement dans l'extrémité courte durée de la courbe de rendement. Par exemple, la chute du prix du pétrole a incité les investisseurs à bouder le segment énergétique du marché obligataire, puisque le niveau de risque a changé pour les entreprises exposées aux marchandises. Par conséquent, les écarts de crédit se sont élargis pour l'ensemble du secteur énergétique. C'est précisément le genre de situation qui nous intéresse, car elle nous donne l'occasion d'investir dans des entreprises de premier ordre dont les cours actuels ne rendent pas compte de leurs caractéristiques fondamentales sous-jacentes.

Par conséquent, nous avons récemment renchéri sur notre participation à une obligation à 5 ans émise par une société de pipelines exceptionnellement stable qui exerce ses activités dans les sables bitumineux de l'Athabasca. Son pipeline constitue un élément essentiel de l'infrastructure de la région, faisant l'objet de contrats à long terme qui éliminent ainsi les risques liés au prix et au volume du pétrole. De ce fait, cette obligation jouit d'un profil de liquidités stables et prévisibles. De plus, nous ajoutons foi à la sécurité de ces contrats, leurs contreparties étant certaines des entreprises pétrolières diversifiées les plus vastes et hautement cotées au monde.

Nous sommes à l'aise avec ce placement sur le plan des risques de crédit, de la duration et de la liquidité. Nous avons établi notre position additionnelle la semaine dernière en fonction d'un rendement global de 2,20 %. Autrement dit, nous obtenons 15 points de base de plus que pour l'obligation canadienne à 30 ans, en fonction d'une durée à l'échéance de 25 ans de moins.

L'annonce d'hier de la Banque a peu modifié nos perspectives à l'égard du marché global. Celui des titres à revenu fixe recèle toujours des occasions de valeur; nous devons seulement être plus sélectifs pour les repérer.