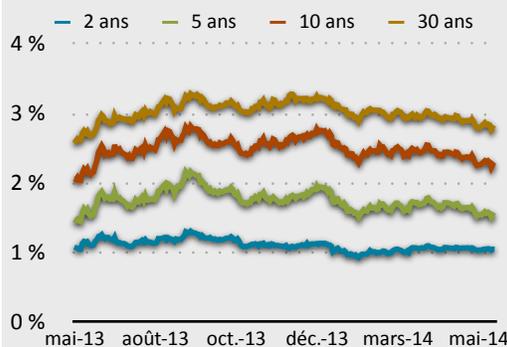


Taux de rendement obligataire

	Variation		
	mai-14	mois	2014
 Taux directeur	1,00 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,94 %	-0,02 %	0,02 %
2 ans	1,05 %	-0,01 %	-0,09 %
5 ans	1,53 %	-0,15 %	-0,42 %
10 ans	2,25 %	-0,16 %	-0,51 %
30 ans	2,78 %	-0,15 %	-0,45 %
ORR 30 ans	0,80 %	-0,13 %	-0,48 %
 Taux directeur	0,25 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,03 %	0,01 %	-0,04 %
2 ans	0,37 %	-0,04 %	-0,01 %
5 ans	1,54 %	-0,14 %	-0,20 %
10 ans	2,48 %	-0,17 %	-0,55 %
30 ans	3,33 %	-0,13 %	-0,64 %

Source: Bloomberg

Évolution annuelle des taux canadiens



Écart de rendement (en p.c.)

Province/Région	Variation		
	mai-14	mois	2014
Québec			
5 ans	50	-1	7
10 ans	89	-1	3
30 ans	102	-3	-1
Ontario			
5 ans	48	-2	6
10 ans	84	-2	4
30 ans	93	-3	2
SCHL			
2 ans	14	0	8
5 ans	30	-1	6
10 ans	44	0	3

Source: Financière Banque Nationale

Performance indice FTSE TMX (en %)

Secteurs	mai-14	2014
Univers	1.22	4.55
Fédéral	0.94	3.49
Provincial	1.77	5.88
Sociétés	1.02	4.54
Court terme	0.35	1.67
Moyen terme	1.22	5.07
Long terme	2.48	8.62
ORR	2.89	10.13

Source: pcbond.com

Événements économiques

► L'économie canadienne a progressé de 1,2 % en termes annualisés au premier trimestre de 2014. Les ménages ont réduit de moitié leur rythme de croissance des dépenses (+1,2 % contre 2,4 % au T4). Toutefois, la baisse des investissements des entreprises est venue annuler l'apport des ménages à la croissance. Par conséquent, la demande intérieure finale affiche un recul de 0,3 % en raison des compressions des dépenses gouvernementales. Les exportations nettes ont par contre eu un effet contributif à la croissance, principalement sous l'influence d'une baisse notable des importations.

► Le département du Commerce américain a nettement révisé en baisse la croissance du premier trimestre lors de sa seconde lecture, passant de +0,1 % à -1,0 % en taux annualisé. Il s'agit d'une première contraction économique en trois ans. La majorité de ce recul est attribuable à une estimation plus faible du niveau des inventaires des sociétés. Les dépenses des ménages sont demeurées solides, en croissance de 3,1 % trimestriellement. Par ailleurs, les bénéfices avant impôts des sociétés ont affiché un recul de 9,8 %.

► L'économie du vieux continent a affiché un taux de croissance du PIB au premier trimestre identique à celui du précédent, soit 0,8 % en rythme annualisé. Cette croissance est propulsée en grande partie par l'Allemagne qui affiche une avancée de 2,3 %, tandis que la France a stagné et que l'Italie s'est contractée. L'industrie de la construction allemande a bénéficié de conditions météorologiques favorables.

Évolution des taux

► La Banque centrale européenne (BCE), appuyée par la Bundesbank (Allemagne), pense adopter des mesures non traditionnelles pour stimuler l'économie. L'autorité monétaire jongle avec l'idée d'imposer un coût d'intérêt sur les réserves excédentaires des banques auprès de la BCE pour les inciter à prêter au lieu de laisser l'argent dormir. Un rachat de lots de prêts bancaires pour alléger le bilan des banques est également envisagé.

► Les taux obligataires nord-américains ont retrouvé la trajectoire descendante amorcée en début d'année, et ce, malgré des nouveaux sommets atteints par les indices boursiers aux États-Unis. Des taux baissiers ont également été observés en Europe en marge de la crise ukrainienne et de l'anticipation d'une intervention supplémentaire de la Banque centrale européenne.

Le portrait économique du premier trimestre n'est pas prometteur. Les investissements des sociétés sont en repli pour un second trimestre d'affilée alors que l'immobilier résidentiel s'est contracté de 6,3 %, la plus forte baisse depuis la récession. D'observer que les exportations nettes ajoutent à la croissance principalement parce que les consommateurs dépensent moins, notamment des biens importés, n'est pas un signe de vivacité.

Il est possible que la production reprenne au second trimestre pour regagner le niveau des inventaires si la demande des consommateurs demeure présente. Or, la lecture des dépenses de consommation d'avril affiche un recul de 0,1 % par rapport au mois précédent. Les prévisions de croissance du second trimestre pourraient s'avérer à nouveau trop optimistes.

Mais il ne faut plus s'inquiéter, car certains pays européens comme l'Italie, l'Espagne et le Royaume-Uni ont pensé à une recette miracle pour relever les statistiques du PIB. Pourquoi pas maintenant y inclure les trafics de drogues, d'armes et de prostitutions! Cet ajout pourrait doper le PIB italien de 2,4 % et ainsi réduire le ratio d'endettement.

Ce n'est pas parce qu'on impose un loyer aux banques pour déposer leurs réserves auprès de la BCE qu'elles vont obligatoirement se lancer dans une vague de financement aux résidents. Le dossier de crédit affaibli des emprunteurs doit également être considéré. Il est aussi possible qu'elles préfèrent la sureté des obligations gouvernementales.

Cette baisse est le résultat d'une économie mondiale moins dynamique que prévue, d'un rebalancement des portefeuilles en faveur des obligations en début d'année, d'une réduction des nouvelles émissions aux États-Unis, mais surtout, de la capitulation d'un grand nombre d'investisseurs qui s'attendaient à une hausse des taux.

Émetteurs	Note de crédit		Écart			Variations					
	DBRS	S&P	5 ans	10 ans	30 ans	5 ans		10 ans		30 ans	
						mois	2014	mois	2014	mois	2014
Banque Royale, billet de dépôt	AA	AA-	80	110	145	0	-10	0	-5	0	0
Banque Royale, dette subordonnée	AA low	A	100	130	165	0	-15	0	-10	0	-10
Financière Manuvie, dette senior	A high	A+	90	125	165	0	-15	0	-15	0	-15
Fortis Inc.	A low	A-	90	125	150	0	-10	0	-15	0	-15
Hydro One	A high	A+	70	100	135	0	-5	0	-5	5	0
Enbridge Inc.	A low	A-	95	130	160	0	-5	0	-5	0	-5
Encana Corp.	BBB	BBB	105	155	200	-5	-35	-5	-35	-5	-30
GTAA	A	A	70	100	135	0	-10	0	-5	5	0
Bell Canada	A low	BBB+	110	145	190	0	-15	-5	-20	0	-10
Rogers Communications	BBB	BBB+	120	160	220	5	-10	-5	-10	5	0
Loblaws	BBB	BBB	110	165	210	0	-15	0	-20	0	-25
Canadian Tire	BBB high	BBB+	100	155	200	-5	-20	-5	-25	-5	-30

Source: Financière Banque Nationale

Marché du crédit

► La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 8 milliards \$ au mois de mai, en hausse de 2,7 milliards \$ par rapport au mois précédent, mais 2,2 milliard \$ de moins qu'en mai 2013. Depuis le début de l'année 2014, la somme des financements obligataires s'est chiffrée à 35,7 milliards \$, soit 3 % de moins qu'à pareille date l'an dernier. L'intérêt des investisseurs pour un rendement courant élevé persiste. Pour en témoigner, General Motors Financial a procédé à un premier financement obligataire au Canada depuis sa faillite en 2009. Notée BB par les agences de notation, l'obligation d'un terme de 3 ans offrait un rendement de 3,25 %, soit une prime de risque de 2,07 %. L'émission a attiré l'attention de plusieurs investisseurs malgré les récents déboires et rappels du constructeur.

► Les six grandes banques canadiennes ont publié leurs résultats financiers du second trimestre. Conjointement, nos institutions financières ont affiché des bénéfices totalisant 7,6 milliards \$, en hausse de 300 millions par rapport à la même période l'an dernier. La Banque Royale a publié un quatrième trimestre d'affilé avec un bénéfice de plus de 2 milliards. En revanche, la Banque CIBC rapportait un bénéfice de 317 millions \$ en baisse de 63 % par rapport au second trimestre de 2013. Cette baisse est principalement liée aux difficultés de l'économie des Caraïbes qui a causé des pertes à sa filiale FirstCaribbean National Bank. Néanmoins, la CIBC a annoncé qu'elle relevait son dividende trimestriel de 2 cents pour l'établir à 1\$ l'action. La Banque de Montréal et la Nationale ont aussi bonifié leurs versements aux actionnaires.

► Le déficit du Québec pour l'exercice en cours (2014-2015) s'élèvera à 2,35 milliards \$ selon le budget du nouveau gouvernement élu. Il s'agit d'une augmentation de 600 millions \$ par rapport aux prévisions du gouvernement établies lors du budget de février. La croissance des dépenses gouvernementales se situerait à 1,9 % tandis que le poste des revenus est prévu augmenter de 2,9 %. Le retour à l'équilibre budgétaire devrait avoir lieu au prochain exercice financier (2015-16). Rappelons que l'agence de notation Fitch a placé la note de crédit du Québec sous observation l'an dernier.

La solidité de notre système bancaire est un fait d'armes. Toutefois, leur rentabilité pourrait s'éroder en raison du plafonnement du crédit des ménages et du ralentissement immobilier en cours. Rappelons que près de 50% de leurs bénéfices découlent des activités bancaires personnelles et commerciales.

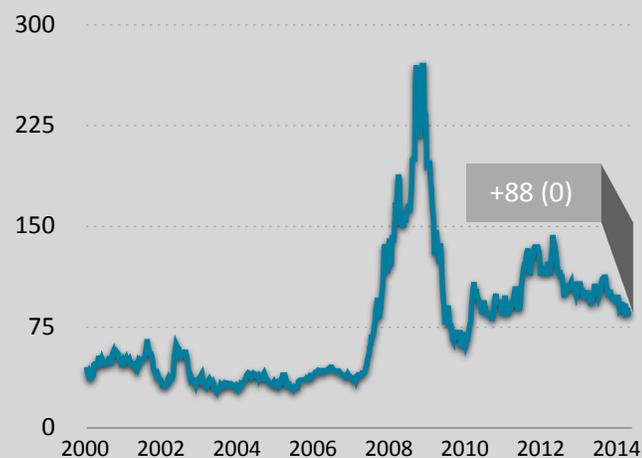
À l'instar du budget de février, le nouveau gouvernement mise sur une reprise de l'activité économique pour relever les revenus de l'État au lieu de sabrer dans les dépenses. Lorsqu'une famille n'arrive pas à joindre les deux bouts, les membres ralentissent leur train de vie, il devrait en être ainsi pour les fonds publics.

Positionnement stratégique

Ceux qui ont participé aux soirées des prévisions de l'ICRA au début de l'année ont pu constater que les obligations n'étaient pas pressenties comme la classe pouvant le mieux performer en 2014. Or, au cours des cinq premiers mois de l'année, l'indice FTSE TMX universel a produit un rendement de 4,55 % tandis que celui de Merrill Lynch affichait une avancée de 4,12 % aux États-Unis. Comment se fait-il qu'un actif si mal aimé réussisse bien? C'est justement parce que plusieurs l'écartaient de leur stratégie en début d'année qu'il attire maintenant l'attention. Les multiples investisseurs, qui ont sous pondéré cette classe d'actif en anticipation d'une hausse des taux provoquée par le retrait de la Fed de son programme d'injection monétaire, doivent maintenant renverser leur stratégie en réponse à la morosité économique. De plus, l'excellente performance des indices boursiers l'an dernier a forcé certaines caisses de retraite à rebalancer leurs portefeuilles en faveur des obligations afin de maintenir une répartition d'actifs stable. Le ralentissement du flux des nouvelles émissions par rapport à la même période l'an dernier aux États-Unis est également un facteur. Somme toute, comme à chaque début d'année, les prévisionnistes surestiment la croissance économique et semblent oublier que nous vivons présentement dans une ère de croissance modérée, appuyée par des politiques monétaire non conventionnelles.

Écart de rendement pondéré

Billet de dépôt Banque Royale (en p.c.)



Source: Financière Banque Nationale