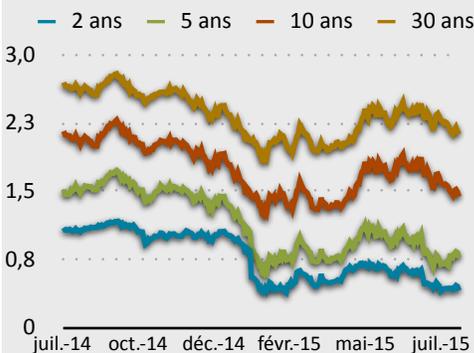


## Taux de rendement obligataire

	juil.-15	Variation	
		mois	2015
 Taux directeur	0,50 %	-0,25 %	-0,50 %
3 mois	0,40 %	-0,18 %	-0,52 %
2 ans	0,41 %	-0,08 %	-0,60 %
5 ans	0,77 %	-0,05 %	-0,57 %
10 ans	1,44 %	-0,24 %	-0,35 %
30 ans	2,13 %	-0,18 %	-0,21 %
ORR 30 ans	0,46 %	-0,09 %	-0,18 %
 Taux directeur	0,25 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,06 %	0,06 %	0,03 %
2 ans	0,66 %	0,02 %	0,00 %
5 ans	1,53 %	-0,12 %	-0,12 %
10 ans	2,19 %	-0,17 %	0,01 %
30 ans	2,91 %	-0,21 %	0,16 %

Source: Bloomberg

## Évolution annuelle des taux canadiens



## Écart de rendement (en p.c.)

	juil.-15	Variation	
		mois	2015
<b>Québec</b>			
5 ans	56	3	8
10 ans	80	1	-9
30 ans	94	1	-7
<b>Ontario</b>			
5 ans	55	2	8
10 ans	78	1	-5
30 ans	89	1	-5
<b>SCHL</b>			
2 ans	21	0	6
5 ans	41	4	10
10 ans	48	1	1

Source: Financière Banque Nationale

## Performance indice FTSE TMX (en %)

Secteurs	juil.-15	2015
Univers	1.44	3.84
Fédéral	1.28	3.39
Provincial	2.09	4.99
Sociétés	0.87	3.13
Court terme	0.37	2.49
Moyen terme	1.56	4.65
Long terme	2.83	5.14
ORR	2.08	5.51

Source: pcbond.com

## Événements économiques

● L'économie canadienne s'est contractée de 0,2 % en mai, une cinquième baisse mensuelle consécutive de l'activité. Le recul s'est manifesté principalement dans l'industrie de la fabrication avec une baisse de 1,7 % mensuellement. En somme, 7 industries sur les 11 répertoriées ont affiché un repli. L'agonie de l'industrie de l'extraction minière et pétrolière s'est perpétuée pour un 7e mois d'affilé, portant la baisse à 7,3 % pour les 12 derniers mois. Sur une note plus positive, le commerce de détail a progressé de 0,5 % après avoir subi un recul en avril.

● L'économie américaine a progressé à un rythme de 2,3 % en termes annualisés au second trimestre. Il s'agit d'une nette progression par rapport aux trois premiers mois de l'année où le PIB a affiché un gain révisé de 0,6 % au lieu d'une contraction de 0,2 %. L'activité du second trimestre fut portée par les dépenses de consommation (+2,9 %) et un rebond des exportations (+5,3 %) suivant l'arrêt du conflit de travail des ports de l'ouest. Le Bureau d'analyse économique (BAE) a aussi révisé le PIB des trois dernières années. La croissance annuelle moyenne est passée de 2,3 % à 2,0 %.

● Le taux de croissance annuel du PIB chinois au second trimestre fut de 7,0 %, un rythme similaire aux trois mois précédents et en ligne avec l'objectif des autorités. La hausse fulgurante des places boursières jusqu'au 12 juin dernier a stimulé les activités de courtage et gonflé l'apport de l'industrie financière dans la croissance économique. Pour conserver son rythme de croissance, la Chine a réduit son taux directeur à 4 reprises depuis novembre 2014.

## Évolution des taux

● La Banque du Canada a fait passer son taux directeur de 0,75 % à 0,50 %, une seconde baisse de 0,25 % cette année. La Banque a aussi ajusté à la baisse ses prévisions de croissance du second trimestre, tablant dorénavant sur une contraction de 0,5 % au lieu d'une croissance de 1,8 %. La Banque a peine à parler de récession, car la contraction est concentrée dans l'industrie des ressources. Les autres industries (80% de l'économie) ont connu une légère expansion au premier semestre.

● Les membres de la Réserve fédérale ont adopté de maintenir leur politique monétaire. Les membres du comité ont accueilli favorablement les gains solides d'emplois et le déclin du chômage, mais jugent qu'un changement de politique sera adéquat lorsqu'ils observeront une certaine amélioration supplémentaire du marché du travail.

*Peut-être que le gouverneur de la Banque du Canada ne peut se le permettre, mais nous pouvons qualifier la performance économique du Canada d'atroce et faisant état de notre dépendance à l'industrie pétrolière. L'absence de vigueur dans l'industrie de la fabrication malgré la baisse marquée du huard est troublante. La période de parité a réduit notre capacité de production manufacturière et ainsi notre flexibilité à contrer un choc externe à l'aide d'une devise dépréciée.*

*En tenant compte des révisions effectuées, l'économie américaine a progressé à un rythme annuel de 2,2 % depuis la fin de la récession jusqu'à l'an dernier. Il s'agit de la pire performance d'une reprise depuis la Seconde Guerre mondiale. La seconde étant celle de 2001 à 2007. Ceci illustre bien la difficulté de stimuler l'économie par le biais d'une politique monétaire expansionniste lorsque le niveau d'endettement est déjà élevé.*

*Selon The Economist, près de 90 % des 2 774 sociétés cotées en bourse ont vu leur cotation suspendue le 7 juillet dernier pour tenter de freiner la chute des places boursières. Ce contrôle des autorités vient à l'encontre des réformes en faveur des lois de marché et risque de retarder davantage l'inclusion des actions de classe A chinoises dans l'indice phare MSCI des pays en développement.*

*En fonction des conditions actuelles, les pouvoirs de la politique monétaire canadienne sont affaiblis. Les taux obligataires sont déjà près de leurs creux historiques, les ménages sont surendettés et la devise n'est plus en mesure d'agir comme outil tampon à travers les exportations. Reste à voir si le fédéral dévie de son objectif d'équilibre budgétaire.*

*Janet Yellen a indiqué qu'elle s'attend à amorcer la normalisation des taux cette année. Or, il reste trois réunions statutaires en 2015. Les conditions d'emploi s'améliorent, mais l'inflation demeure trop faible selon le comité. Mais qu'en est-il de l'inflation des actifs financiers?*

Émetteurs	Note de crédit		Variations								
	DBRS	S&P	Écart			5 ans		10 ans		30 ans	
			5 ans	10 ans	30 ans	mois	2015	mois	2015	mois	2015
Banque Royale, billet de dépôt	AA	A+/AA-	115	135	170	10	20	10	10	10	20
Financière Manuvie, dette senior	A high	A+	125	150	190	10	20	5	5	5	10
Fortis Inc.	A low	A-	105	145	190	0	0	10	5	5	10
Hydro One	A high	A	90	120	165	5	15	5	15	5	15
Enbridge Inc.	A low	BBB+	180	225	270	15	35	10	40	10	30
Encana Corp.	BBB	BBB	200	255	305	35	30	40	30	35	40
GTAA	A	A	80	110	160	0	5	5	5	10	10
Bell Canada	A low	BBB+	145	190	255	5	20	5	20	5	25
Rogers Communications	BBB	BBB+	160	205	275	10	35	10	30	15	30
Loblaw	BBB	BBB	145	190	250	5	15	5	5	5	5
Canadian Tire	BBB high	BBB+	145	190	245	10	25	10	15	10	15

Source: Financière Banque Nationale

## Marché du crédit

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 7,8 milliards \$ au mois de juillet, en baisse de 3,2 milliards \$ par rapport au mois précédent, mais 1,2 milliard \$ de plus qu'en juillet 2014. Depuis le début de l'année, le total des financements obligataires de sociétés s'élève à 58,5 milliards \$, soit 14 % de plus qu'à pareille date l'an dernier. Plus de la moitié (51,3 %) du financement est provenue d'émissions de billets de dépôts bancaires. Le financement des projets en partenariat public privé (PPP) a continué avec «SGTP Highway Bypass». Cette société, notée A3 par l'agence Moody's, a été mise sur pied afin d'effectuer le design, la construction et l'entretien d'une autoroute de contournement de la Ville de Regina dans le but de réduire les embouteillages.
- L'agence Standard & Poor's a réduit la note de crédit de la province de l'Ontario de AA- à A+ en raison du niveau élevé d'endettement (près de 300 milliards \$) et de sa sous-performance budgétaire par rapport à ses pairs canadiens. S&P ramène la note de l'Ontario au même niveau que celle du Québec, une première pour l'agence. Une des inquiétudes de S&P repose sur le financement des projets d'infrastructure qui devraient totaliser 130 milliards \$ au cours des 10 prochaines années. Les perspectives d'avenir de la note de crédit sont dorénavant stables aux yeux de l'agence. La province demeure tout de même dans la catégorie AA au sein de l'indice FTSE|TMX en raison de l'évaluation des deux autres agences, DBRS et Moody's.
- Selon une analyse de la Financière Banque Nationale, le poids des obligations de sociétés notées BBB est maintenant de 34,6 %, en hausse de 3,5% depuis la fin de 2014 et 17,7 % de plus qu'en décembre 2008 au beau milieu de la crise financière. Une grande portion de la hausse en 2015 est attribuable à la dégradation de la note de crédit de la société Enbridge et certaines filiales à la suite d'une réorganisation structurelle. Cette dernière a annoncé en juin dernier un relèvement du dividende de 33% et un plan de réorganisation qui réduit le rang des créanciers d'Enbridge inc. derrière ceux de ces filiales. Cette décision a été perçue par les agences de notation comme un changement permanent dans la mentalité de l'entreprise favorisant les actionnaires au détriment des créanciers.

*L'économie de l'Ontario fut l'une des plus affectées par la crise financière. Son industrie manufacturière, la plus importante au Canada, éprouve des difficultés. Depuis 2010, le Canada a perdu 5 % des parts de marché de la production automobile en Amérique du Nord au profit du Mexique.*

*Puisque la détention d'obligations de sociétés BBB est souvent restreinte dans les politiques de placement, leur croissance dans l'indice milite en faveur d'une gestion active des obligations de sociétés avec une analyse approfondie au lieu d'une gestion indicielle.*

## Positionnement stratégique

Tel qu'avait statué la Banque des règlements internationaux (BRI) lors de son dernier rapport annuel, les limites de l'outil monétaire sont atteintes et la Banque du Canada en sera sûrement témoin. Il sera difficile pour l'autorité monétaire de stimuler l'activité économique uniquement par l'entremise d'une baisse de taux, car la courbe canadienne de rendement jusqu'aux taux de long terme est déjà à un creux historique. Ceci a incité les ménages à étendre au maximum leur limite de consommation par le biais de l'endettement hypothécaire et personnel. La Banque mise donc sur le commerce extérieur pour relever les profits et inciter l'investissement. Avant que ceux-ci puissent supplanter la consommation et la construction de logement, il faudrait que notre devise demeure faible pour quelques années, et ce, même si le prix du pétrole se raffermirait. Notre secteur manufacturier a subi un choc majeur au cours de la dernière décennie en raison de la parité. Le Mexique est venu gruger nos parts de marché en concurrençant davantage en termes de qualité, et ce, à une fraction du prix. L'exploitation de gaz de schiste aux États-Unis et l'allègement fiscal de certains États ont aussi permis de faire renaître le secteur manufacturier aux États-Unis. Par conséquent, l'effet économique de la politique monétaire sur la devise s'est affaibli et la Banque nécessitera un coup de pouce fiscal si elle désire relancer l'économie.

## Écart de rendement pondéré

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



Source: Financière Banque Nationale