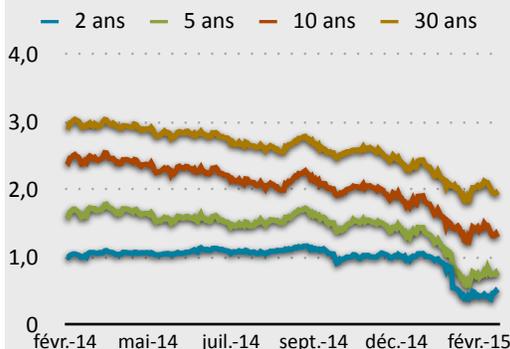


## Taux de rendement obligataire

	févr.-15	Variation mois	Variation 2015
 Taux directeur	0,75 %	0,00 %	-0,25 %
3 mois	0,58 %	-0,02 %	-0,35 %
2 ans	0,47 %	0,08 %	-0,54 %
5 ans	0,73 %	0,13 %	-0,61 %
10 ans	1,30 %	0,05 %	-0,49 %
30 ans	1,92 %	0,09 %	-0,42 %
ORR 30 ans	0,10 %	-0,03 %	-0,55 %
 Taux directeur	0,25 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,01 %	0,01 %	-0,03 %
2 ans	0,62 %	0,17 %	-0,05 %
5 ans	1,50 %	0,34 %	-0,15 %
10 ans	1,99 %	0,35 %	-0,18 %
30 ans	2,59 %	0,37 %	-0,16 %

Source: Bloomberg

## Évolution annuelle des taux canadiens



## Écart de rendement (en p.c.)

	févr.-15	Variation mois	Variation 2015
<b>Québec</b>			
5 ans	46	4	-2
10 ans	78	-1	-11
30 ans	90	-6	-11
<b>Ontario</b>			
5 ans	45	4	-2
10 ans	76	-1	-7
30 ans	85	-5	-9
<b>SCHL</b>			
2 ans	25	5	10
5 ans	33	3	2
10 ans	45	1	-2

Source: Financière Banque Nationale

## Performance indice FTSE TMX (en %)

Secteurs	févr.-15	2015
Univers	-0.13	4.49
Fédéral	-0.35	3.64
Provincial	-0.11	6.15
Sociétés	0.12	3.68
Court terme	-0.03	1.93
Moyen terme	-0.10	4.60
Long terme	-0.29	7.86
ORR	0.72	9.81

Source: pcbond.com

## Événements économiques

► L'économie canadienne a enregistré une croissance de 2,4 % au dernier trimestre de 2014, ce qui représente une décélération de 0,8 % par rapport au trimestre précédent. Pour l'année entière, la progression du PIB se chiffre à 2,5 %, contre 2 % en 2013. Les dépenses de consommation des ménages ont poursuivi leur progression, mais à un rythme moins élevé que lors des deux derniers trimestres. Les entreprises ont aussi injecté près de 8 milliards \$ pour regarnir leurs stocks, ce qui explique 75 % de la croissance trimestrielle. En revanche, le commerce extérieur et les investissements des entreprises ont freiné la progression.

► Pour la première fois depuis 2009, le taux annuel d'inflation aux États-Unis est tombé en territoire négatif. L'indice des prix à la consommation a fléchi de 0,1 % annuellement en janvier dernier sous l'influence marquée de la chute des prix à la pompe. Nonobstant l'énergie et les aliments, les prix à la consommation ont crû de 1,6 % sur un an, soit la même progression qu'en décembre 2014. En soustrayant uniquement le secteur énergétique, les prix ont augmenté de 1,9 % dans la dernière année.

► Après deux trimestres de contraction, l'économie du Japon est sortie de sa récession en progressant de 1,5 % en termes annualisés au dernier trimestre de 2014. La croissance a été propulsée par les dépenses de consommation (+2 % en termes annualisés) et le commerce extérieur, tandis que les investissements des sociétés ont fléchi pour un troisième trimestre de suite. Pour l'année 2014, l'économie s'est toutefois contractée de 0,8 %.

## Évolution des taux

► Lors de sa réunion du 4 mars dernier, la Banque du Canada a décidé de maintenir son taux directeur à 0,75 % en indiquant que sa décision surprise de janvier a permis d'assouplir de façon notable les conditions financières au Canada. «Ces conditions atténueront les répercussions négatives du choc des prix du pétrole en stimulant les exportations hors énergie et les investissements». Ce choc se fera davantage sentir au premier semestre et plus rapidement qu'avait prévu la Banque en janvier dernier.

► Selon le compte rendu de la plus récente réunion de la Réserve fédérale, il appert que certains membres du Comité soient plus enclins de patienter avant d'amorcer la normalisation des taux. La faiblesse de l'inflation hors énergie constitue une source d'inquiétude et de plus amples améliorations sur le marché du travail demeurent requises.

*Il s'agit clairement d'une situation où le titre est plus réjouissant que les explications. La majorité de la production trimestrielle a servi à regarnir les stocks puisque le rythme de consommation était trop faible pour l'absorber. Les effets du choc pétrolier risquent de perturber davantage l'activité en début d'année alors que les projets d'investissement en extraction pétrolière sont mis à l'écart. Les exportations semblent donc la source principale de croissance.*

*Il faut toujours relativiser quand vient le temps d'analyser les risques déflationnistes. Il y a matière à inquiétude si la baisse des prix est généralisée et provient d'un ralentissement marqué de l'activité économique. Par contre, l'affaiblissement actuel des prix découle principalement du pétrole et de l'appréciation du dollar américain. Dans l'ensemble, ce choc d'offre devrait stimuler l'activité.*

*Malgré une injection monétaire sans précédent de la part de la Banque du Japon en 2014, l'économie nipponne est en repli. Les consommateurs ont profité des rabais à la pompe pour améliorer leur pouvoir d'achat. Toutefois, les réformes structurelles demeurent essentielles pour accroître la compétitivité sans quoi, la banque centrale sera à nouveau appelée au secours.*

*Les dirigeants de la Banque cherchent donc à obtenir une meilleure visibilité quant à l'impact de leur décision surprise de janvier avant de se prononcer à nouveau. Mais le facteur le plus déterminant demeure le prix du baril de pétrole influencé par des jeux de pouvoir politique. À cet égard, la stabilisation du prix autour de 50 \$ donne un peu de répit à la Banque.*

*Au lieu de mettre l'emphase sur la désinflation qui provient d'un choc d'offre et non de la faiblesse généralisée de l'activité, les membres devraient aussi s'inquiéter des déséquilibres financiers que cause une politique de taux nul. Certains s'en inquiétaient auparavant, mais l'alarme semble maintenant rangée.*

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-	90	115	145	-10	-5	-10	-10	-10	-5
Financière Manuvie, dette senior	A high	A+	100	135	175	-10	-5	-10	-10	-10	-5
Fortis Inc.	A low	A-	100	130	165	-10	-5	-15	-10	-20	-15
Hydro One	A high	A+	70	95	130	-5	-5	-15	-10	-20	-20
Enbridge Inc.	A low	A-	140	180	225	-15	-5	-15	-5	-25	-15
Encana Corp.	BBB	BBB	165	220	265	-15	-5	-15	-5	-10	0
GTAA	A	A	70	95	130	-5	-5	-15	-10	-20	-20
Bell Canada	A low	BBB+	120	165	230	-10	-5	-10	-5	-10	0
Rogers Communications	BBB	BBB+	125	175	245	-5	0	-5	0	-10	0
Loblaw	BBB	BBB	125	180	240	-5	-5	-5	-5	-10	-5
Canadian Tire	BBB high	BBB+	120	170	225	-5	0	-5	-5	-10	-5

Source: Financière Banque Nationale

## Marché du crédit

► La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 11,4 milliards \$ au mois de février, en hausse de 8 milliards \$ par rapport au mois précédent et 4,4 milliards \$ de plus qu'en février 2014. Les écarts de rendements se sont ressaisis en février après un début d'année tumultueux. L'écart de rendement des obligations de sociétés de moyen terme en février était de 1,35 %, soit 6 points centésimaux de moins qu'en janvier. Le marché primaire a été propulsé par l'industrie financière qui a produit près de 70 % des nouvelles émissions au courant du mois. En guise de comparaison, l'indice FTSE|TMX de sociétés contient 45 % d'obligations dans cette industrie. De plus, les banques CIBC et TD ont chacun émis des actions privilégiées conformes avec les nouvelles règles de capital en cas de non viabilité de l'institution.

► Le producteur de pétrole et gaz naturel Encana s'ajoute à la longue liste de sociétés de l'industrie énergétique qui ont annoncé une réduction des dépenses en immobilisations. En agissant avec prudence devant l'incertitude sur l'évolution du cours du brut, Encana a décidé de couper ses dépenses de 700 millions \$ pour les porter à près de 2 milliards \$ US pour l'année en cours. Dans son exercice de planification, la société mise dorénavant sur un cours du baril de pétrole à 50 \$, contre 70 \$ auparavant. Au début du mois de mars, Encana a également annoncé qu'elle allait amasser 1,25 milliard \$ en capital action afin de rembourser une partie de sa dette en dollars américains.

► Le président Obama a finalement mis sa menace à exécution en se prévalant de son droit de veto pour rejeter le projet Keystone XL qui fut adopté au début du mois par les deux chambres du Congrès à majorité républicaine. Ce geste ne constitue pas un rejet définitif des démocrates au projet de pipeline, puisque la Maison-Blanche dit toujours attendre une évaluation du département d'État avant de se prononcer. Le premier ministre albertain s'est dit déçu mentionnant que «Keystone XL ferait progresser la sécurité énergétique et la prospérité en Amérique du Nord en offrant aux États-Unis l'accès à de l'énergie développée de manière responsable par un allié et ami proche».

*En 2014, Encana a procédé à un changement stratégique qui réduisait la production de gaz naturel au profit des hydrocarbures liquides, notamment le pétrole. Ce changement est survenu à un moment inopportun, forçant ainsi la société à améliorer son bilan pour maintenir une note de crédit de qualité d'investissement. Cette note permet une meilleure accessibilité aux capitaux hautement sollicités pour l'extraction de pétrole bitumineux.*

*Maintenant que les républicains détiennent une majorité dans les deux chambres du Congrès, ce genre de dynamique politique risque de se répéter. Afin d'augmenter leurs appuis aux prochaines élections, les républicains voudront piéger le président à rejeter le plus de projets qui obtiennent une faveur populaire.*

## Positionnement stratégique

La déflation est une menace économique dont craignent la majorité des investisseurs, car elle est souvent associée à une stagnation économique comme celle qu'a connu le Japon dans les deux dernières décennies. Cependant il existe différentes sources de déflation et les conséquences ne sont pas toujours négatives. Un choc d'offre qui réduit le coût des intrants, des prix des biens à la consommation et libère le revenu disponible ne peut pas être jugé au même titre qu'une déflation provenant d'un ralentissement économique et des pertes d'emplois comme c'est le cas en Europe. Mais c'est cette dernière interprétation qui semble influencer les taux obligataires mondiaux. La baisse est aussi exacerbée par les décisions des banques centrales d'injecter des liquidités tout en imposant un taux négatif sur les dépôts excédentaires des banques dans leurs institutions. Au lieu d'encaisser une perte sur le capital en laissant le produit de la vente d'obligations dans un compte à l'autorité monétaire, les banques préféreront acheter des obligations gouvernementales européennes sans égard aux risques de crédit. Bien que la BCE n'ait pas débuté son programme d'achat, cette préférence se reflète déjà dans le prix des obligations. Dans ce monde de valeur relative, les taux au Canada et aux États-Unis sont influencés par ces facteurs européens qui ne reflètent pas nécessairement leurs valeurs économiques.

## Écart de rendement pondéré

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



Source: Financière Banque Nationale