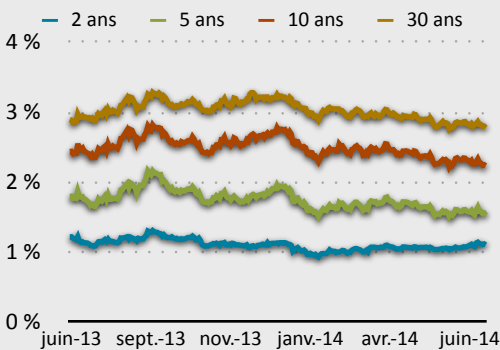


Taux de rendement obligataire

	juin-14	Variation mois	Variation 2014
 Taux directeur	1,00 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,95 %	0,01 %	0,03 %
2 ans	1,11 %	0,06 %	-0,03 %
5 ans	1,53 %	0,00 %	-0,42 %
10 ans	2,24 %	-0,01 %	-0,52 %
30 ans	2,78 %	0,00 %	-0,45 %
ORR 30 ans	0,82 %	0,02 %	-0,46 %
 Taux directeur	0,25 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,02 %	-0,01 %	-0,05 %
2 ans	0,46 %	0,08 %	0,08 %
5 ans	1,63 %	0,09 %	-0,11 %
10 ans	2,53 %	0,05 %	-0,50 %
30 ans	3,36 %	0,03 %	-0,61 %

Source: Bloomberg

Évolution annuelle des taux canadiens



Écart de rendement (en p.c.)

	juin-14	Variation mois	Variation 2014
Québec			
5 ans	47	-3	4
10 ans	86	-3	0
30 ans	98	-4	-5
Ontario			
5 ans	45	-3	3
10 ans	83	-1	3
30 ans	92	-1	1
SCHL			
2 ans	13	-1	7
5 ans	26	-4	2
10 ans	44	0	3

Source: Financière Banque Nationale

Performance indice FTSE TMX (en %)

Secteurs	juin-14	2014
Univers	0.25	4.82
Fédéral	0.11	3.60
Provincial	0.42	6.33
Sociétés	0.25	4.79
Court terme	0.08	1.75
Moyen terme	0.33	5.41
Long terme	0.47	9.13
ORR	0.55	10.73

Source: pcbond.com

Événements économiques

► Le marché du travail américain a connu une bonne avancée en juin dernier, enregistrant un gain de 288 000 emplois. Par conséquent, le taux de chômage a fléchi à 6,1 %, son niveau le plus faible depuis septembre 2008. Le secteur privé a ajouté 262 000 emplois, soit un cinquième mois consécutif de gain de plus de 200 000. Depuis le début de l'année, 1 385 000 travailleurs ont déniché un emploi, une moyenne de 231 000 par mois, soit 46 000 de plus qu'au cours des 6 derniers mois de 2013. Rappelons qu'en mai dernier, le nombre d'emplois est finalement revenu à son niveau d'avant la récession.

► L'inflation au Canada a crû annuellement de 2,3 % en mai dernier, entraînée par une croissance de 8,4 % des prix de l'énergie. Toutes les composantes de l'indice ont affiché une hausse de prix, notamment ceux de la viande qui ont bondi de 8,0 % sur un an, alors que ceux des fruits et légumes ont augmenté de 8,5 %. L'indice des prix de la Banque du Canada, qui exclut les 8 composantes les plus volatiles, est passé de 1,4 % en avril à 1,7 % en mai.

► La Banque Mondiale a abaissé ses perspectives de croissance pour l'économie mondiale en 2014, citant la crise ukrainienne et l'hiver rigoureux aux États-Unis comme facteurs atténuants. L'institution mise dorénavant sur une croissance de 2,8 %, contre une prévision de 3,2 % en début d'année. La prévision des États-Unis a également été abaissée de 2,8 % en début d'année à 2,1 %, soit 0,1 % de plus que la nouvelle prédiction du FMI. Ce dernier prévoit maintenant un taux de croissance à long terme de 2 % aux États-Unis.

Évolution des taux

► La Banque centrale européenne (BCE) a abaissé son taux directeur de 0,10 % pour le porter à 0,15 %. Afin de raviver le crédit dans la zone unifiée, l'autorité monétaire a également réduit le taux qu'elle paie sur les réserves excédentaires des banques à -0,10 %. De plus, la BCE offrira 400 milliards € en liquidités aux banques afin qu'elles soient redéployées sous forme de prêts au secteur privé.

► La Réserve fédérale a poursuivi dans son sillon tracé lors des dernières réunions en annonçant une nouvelle réduction des injections de 10 milliards \$ US, portant ainsi les achats mensuels à 35 milliards \$ US. La moitié des 16 membres votants s'attend à ce que le taux directeur se situe au-dessus de 1 % en 2015, soit 3 membres de plus qu'en mars dernier. Les indicateurs sur l'emploi, l'inflation et les conditions financières dicteront les décisions de la Fed.

Il aura donc fallu 51 mois de gains d'emplois pour récupérer ce que la récession a détruit en 26 mois. Cette embellie du marché du travail provient principalement d'un gain d'emplois à temps partiel (+799 000) au détriment des emplois à temps plein (-523 000). Par ailleurs, la hausse du salaire horaire (+8,9%) depuis la reprise de l'emploi en février 2010 est encore inférieure à la hausse des prix à la consommation (+9,1%).

L'augmentation des prix à travers les différentes composantes est en partie le fruit de la dévaluation du huard au premier trimestre. La récente appréciation laisse toutefois présager une accalmie inflationniste. Depuis la venue du nouveau gouverneur de la Banque, notre devise semble prendre le dessus sur la politique monétaire pour amortir les chocs économiques.

Ces changements sont survenus alors que le Département du commerce américain affichait une contraction de 1% de l'économie au premier trimestre. Or, depuis les révisions de la Banque mondiale, une dernière lecture du PIB a porté la contraction à -2,9% en raison d'une baisse notable des dépenses de consommation des ménages.

Comme dit si bien Jean-Marc Chaput, quand une porte se ferme, il y a une fenêtre qui s'ouvre. Alors que la Réserve fédérale retire graduellement ses injections, voilà que la BCE déploie son artillerie pour raviver son économie et éviter la trappe déflationniste. Les marchés financiers bénéficieront donc d'un nouvel appui des autorités.

Le message de la Fed devient confus. Certains membres s'inquiètent du manque de vigueur de l'économie, alors que d'autres sont préoccupés par la prise de risque induite sur les marchés financiers. Mais les décisions des autres banques centrales influencent la direction des marchés. La Fed ne pourra pas se battre seule contre les excès des investisseurs.

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	A+/AA-	80	110	145	0	-10	0	-5	0	0
Banque Royale, dette subordonnée	AA low	A/A-/BBB+	95	130	165	-5	-20	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	0	0
Enbridge Inc.	A low	A-	95	125	160	0	-5	-5	-10	0	-5
Encana Corp.	BBB	BBB	105	155	195	0	-35	0	-35	-5	-35
GTAA	A	A	70	100	130	0	-10	0	-5	-5	-5
Bell Canada	A low	BBB+	100	145	185	-10	-25	0	-20	-5	-15
Rogers Communications	BBB	BBB+	115	160	210	-5	-15	0	-10	-10	-10
Loblaw	BBB	BBB	110	165	210	0	-15	0	-20	0	-25
Canadian Tire	BBB high	BBB+	100	155	195	0	-20	0	-25	-5	-35

Source: Financière Banque Nationale

Marché du crédit

► La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 8,9 milliards \$ au mois de juin, en hausse de 900 millions \$ par rapport au mois précédent et 1,6 milliard \$ de plus qu'en juin 2013. Depuis le début de l'année 2014, la somme des financements obligataires s'est chiffrée à 44,7 milliards \$, soit 1 % de plus qu'à pareille date l'an dernier. La complaisance des marchés financiers perdure. Au cours des 6 premiers mois de l'année, les émissions d'obligations à rendement élevé aux États-Unis ont atteint 338 milliards \$ US, un sommet en 10 ans pour un premier semestre. L'encours des l'indice Bank of America Merrill Lynch High Yield a atteint 2 000 milliards \$ US au cours du semestre. Il a fallu 12 ans à ce dernier pour atteindre 1 billion \$ US depuis sa création en 1997, mais seulement 4 ans pour le second billion.

► L'agence de notation Moody's a abaissé de stables à négatives ses perspectives sur les banques canadiennes. Ce changement survient alors que le gouvernement fédéral convoite l'idée de mettre en place un nouveau régime de sauvetage des banques en utilisant leur propre capital. Le ministre des Finances devrait annoncer dans la prochaine année les nouvelles règles d'apport de fonds sous forme de dette (bail-in debt) qui permettront aux banques d'importance systémique de se sortir d'une situation difficile sans avoir recours aux fonds publics comme première source. Moody's incluait le support implicite du gouvernement dans son analyse du système bancaire canadien.

► Sans surprise, le gouvernement fédéral a approuvé le projet de pipeline et de terminal pétrolier Northern Gateway de la compagnie Enbridge. La compagnie doit toutefois se conformer aux 209 conditions exigées par l'Office national de l'énergie en 2013 et consulter les communautés autochtones. L'oléoduc n'entrera pas en opération avant 2018, mais l'opposition des environnementalistes et des Premières Nations s'organise et tente de faire avorter le projet. À un an des élections fédérales, Enbridge devra faire preuve de prudence avec ce projet de 6,5 milliards, car les partis d'opposition ont déclaré vouloir l'abolir.

Pour illustrer cette complaisance, la chaîne de restauration londonienne Chilango, qui désire emprunter 1 million £, est prête à offrir un burrito gratuit par semaine aux investisseurs qui financeront un minimum de 10 000 £. L'obligation d'un terme de 4 ans sera également munie d'un coupon de 8%. Pouvons-nous vraiment inventer une telle histoire!!!

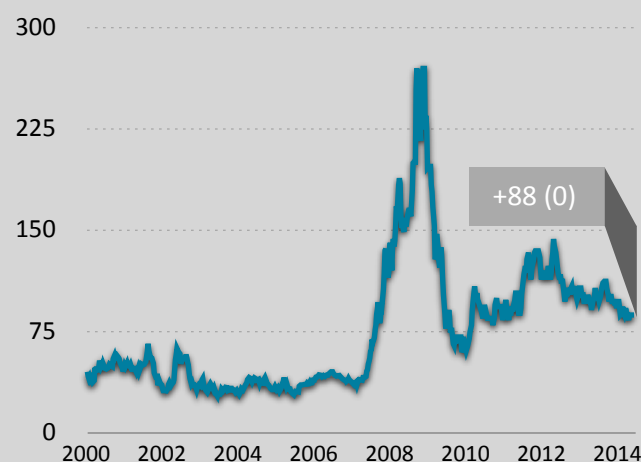
Dans l'attribution de ses notes de crédit, Moody's octroie deux crans de plus aux dettes de premier rang des banques en raison du support implicite du gouvernement. Les autres agences n'ont pas ce support et attribuent un cran de différence entre les dettes de premier rang et celles subordonnées. Une décote de Moody's viendrait juste aligner les agences sur une même base.

Positionnement stratégique

Les indices boursiers ont continué leur ascension, notamment au Canada où le TSX a fracassé son ancien record datant d'avant la crise financière (2008). Ces gains surviennent au moment où le Département du commerce annonçait que l'économie américaine a enregistré sa pire performance trimestrielle (-2,9 %) en 5 ans, comme si l'économie réelle n'avait aucune incidence sur la direction des marchés. La Réserve fédérale est consciente d'une certaine complaisance des marchés financiers et voudrait bien la contenir. En temps normal, le retrait des injections aurait dû calmer l'ardeur des investisseurs, mais ces derniers ont reçu l'appui des autres banquiers centraux. Avec son programme bazooka de liquidité l'an dernier, la Banque du Japon a alimenté la poussée fulgurante du Nikkei. Voilà maintenant que le gouvernement Abe voudrait forcer à nouveau les caisses de retraite publiques à prendre plus de risque en relevant le poids des actions dans leurs portefeuilles. Avec sa récente annonce, la BCE soutient aussi indirectement les marchés financiers. Étant donné l'interconnexion financière, ces décisions viennent plus que compenser les actions de la Fed et renforcent l'élan des investisseurs. La stabilité financière est importante, mais la Fed ne croit pas que la politique monétaire est l'outil idéal pour contenir les bulles, la réglementation semble plus efficace, mais plus difficile à obtenir. Entre-temps, les investisseurs ont le chemin libre.

Écart de rendement pondéré

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



Source: Financière Banque Nationale