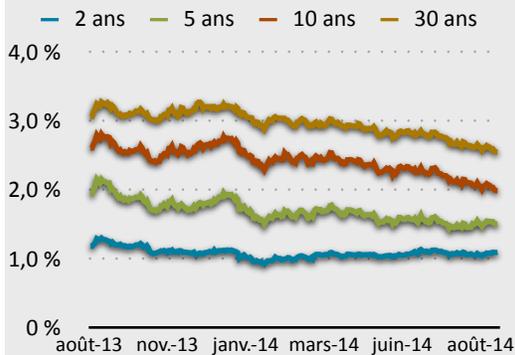


## Taux de rendement obligataire

	août-14	Variation mois	Variation 2014
 Taux directeur	1,00 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,94 %	-0,02 %	0,02 %
2 ans	1,10 %	0,01 %	-0,03 %
5 ans	1,52 %	-0,00 %	-0,43 %
10 ans	2,00 %	-0,16 %	-0,76 %
30 ans	2,56 %	-0,14 %	-0,67 %
ORR 30 ans	0,66 %	-0,03 %	-0,62 %
 Taux directeur	0,25 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,02 %	0,00 %	-0,05 %
2 ans	0,49 %	-0,04 %	0,11 %
5 ans	1,63 %	-0,13 %	-0,12 %
10 ans	2,34 %	-0,21 %	-0,69 %
30 ans	3,08 %	-0,24 %	-0,89 %

Source: Bloomberg

## Évolution annuelle des taux canadiens



## Écart de rendement (en p.c.)

	août-14	Variation mois	Variation 2014
<b>Québec</b>			
5 ans	49	1	6
10 ans	90	2	4
30 ans	100	0	-3
<b>Ontario</b>			
5 ans	47	1	5
10 ans	84	1	4
30 ans	92	0	1
<b>SCHL</b>			
2 ans	13	0	7
5 ans	28	1	4
10 ans	43	-1	2

Source: Financière Banque Nationale

## Performance indice FTSE TMX (en %)

Secteurs	août-14	2014
Univers	1.07	6.60
Fédéral	0.91	5.06
Provincial	1.52	8.92
Sociétés	0.77	6.13
Court terme	0.24	2.15
Moyen terme	1.04	7.04
Long terme	2.29	13.25
ORR	0.48	14.12

Source: pcbond.com

## Événements économiques

► Après avoir annoncé une maigre création de 200 emplois au Canada en juillet dernier, Statistique Canada a dû exceptionnellement corriger ses chiffres à la suite d'une erreur. Ainsi, l'emploi a augmenté de 42 000 en juillet, portant le taux de chômage à 7,0 %. Les gains proviennent exclusivement d'emplois à temps partiel (+59 900) contre une perte de 18 100 emplois à temps plein. L'Ontario récolte la plus grande portion des gains d'emplois (+39 500), tandis que le Québec enregistre une hausse modique de 1 900 postes. Ce portrait de la Belle province est toutefois plus reluisant que la perte de 13 400 emplois initialement publiée.

► En réaction à la hausse du taux de la taxe de vente mise de l'avant en avril dernier, l'économie du Japon s'est contractée de 7,1 % en rythme annualisé au second trimestre, contre un gain de 6,0 % au premier. Les dépenses de consommation des ménages ont chuté de 19,5 % après avoir crû de 8,5 % au cours des trois premiers mois. La dernière fois que le Japon avait relevé son taux de taxe de vente en 1997, l'économie s'était replié de 3,8 % et les ménages avaient diminué leur consommation de 13,3 %.

► La croissance de l'économie du vieux continent a fait du surplace au second trimestre. La France a continué de stagner tandis que l'Allemagne et l'Italie se sont contractés de -0,6 % en termes annualisés. Il s'agit d'un second trimestre de suite de contraction pour l'Italie, ce qui les place techniquement en récession. Le recul de l'économie germanique s'explique par une chute des investissements (-1,6 %) et de la construction (-15,8 %).

## Évolution des taux

► La Banque centrale européenne (BCE) a réduit à nouveau son taux directeur de 0,10 % pour le porter à 0,05 %. Le taux de dépôt des banques auprès de l'autorité monétaire a également été réduit de la même ampleur pour s'établir à -0,20 %. En conférence de presse, Mario Draghi a également annoncé que la BCE allait initier un programme d'achat de d'obligations adossées à des actifs à partir d'octobre, sans toutefois en indiquer la taille.

► Au cours de la période allant de janvier 2013 à juillet 2014, la Réserve fédérale a acheté pour 1 254 milliards \$ de titres du Trésor américain, portant le total détenu à 2 404 milliards \$. Or, durant cette même période, le déficit du gouvernement fédéral s'est accru de 847 milliards \$. Par conséquent, l'autorité monétaire s'est accaparée de plus de la totalité de la nouvelle dette émise.

*La révision effectuée par Statistique Canada, qui a une réputation de justesse et de qualité de ses données, apporte un baume sur l'évolution du marché du travail canadien. Toutefois, le portrait à plus long terme demeure terne. La moyenne mensuelle de création d'emplois au cours des 7 premiers mois de l'année se chiffre à 9 800. Au cours des 12 derniers mois, les gains proviennent principalement d'emplois à temps partiel, soit des postes moins rémunérés et précaires.*

*En plus de subir une hausse de 3 % de la taxe de vente, les ménages doivent aussi composer avec l'augmentation des coûts énergétiques qui réduisent leur pouvoir d'achat. Le gouvernement Abe voudrait bien relever les salaires, mais les sociétés sont aux prises avec un excédent de travailleurs à temps plein qui ne peuvent être licenciés en raison de leur structure rigide.*

*Il est tout à fait normal que les sociétés retardent des décisions d'investissement en marge du conflit entre la Russie et l'Ukraine. Depuis que le président de la Banque centrale européenne a promis de faire tout ce qui est en son pouvoir pour sauver l'euro, les dirigeants et la population n'ont plus ce sentiment d'urgence de forcer des réformes nécessaires à long terme.*

*Ces mesures visent à injecter des liquidités auprès des banques pour qu'elles prêtent davantage, tout en les punissant si elles s'abstiennent. Les institutions pourraient toutefois décider d'acheter des titres d'États au lieu d'octroyer de nouveaux prêts. Ceci expliquerait pourquoi le taux 5 ans italien est de 0,48 % inférieur au taux américain.*

*Étant donné que le solde budgétaire du gouvernement ne cesse de s'améliorer, la Fed ne pouvait maintenir la même cadence dans ses achats. Mais l'une des principales raisons du retrait graduel de la Fed du programme d'injection est le risque d'instabilité financière qu'il peut causer s'il est maintenu trop longtemps.*

Émetteurs	Note de crédit		Variations								
	DBRS	S&P	Écart			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	105	140	0	-10	0	-10	5	-5
Banque Royale, dette subordonnée	AA low	A/A-/BBB+	100	125	160	0	-15	-5	-15	0	-15
Financière Manuvie, dette senior	A high	A+	95	125	165	5	-10	5	-15	5	-15
Fortis Inc.	A low	A-	90	125	160	5	-10	5	-15	10	-5
Hydro One	A high	A+	70	105	140	0	-5	5	0	5	5
Enbridge Inc.	A low	A-	95	130	165	5	-5	5	-5	5	0
Encana Corp.	BBB	BBB	110	155	195	10	-30	0	-35	5	-35
GTAA	A	A	75	105	135	5	-5	5	0	0	0
Bell Canada	A low	BBB+	110	155	195	5	-15	0	-10	0	-5
Rogers Communications	BBB	BBB+	120	165	225	5	-10	5	-5	5	5
Loblaws	BBB	BBB	120	175	220	10	-5	10	-10	10	-15
Canadian Tire	BBB high	BBB+	110	160	205	10	-10	10	-20	10	-25

Source: Financière Banque Nationale

## Marché du crédit

► La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 830 millions \$ au mois d'août, en baisse de 5,8 milliards \$ par rapport au mois précédent et 4,1 milliards \$ de moins qu'en août 2013. Depuis le début de l'année 2014, la somme des financements obligataires s'est chiffrée à 52,1 milliards \$, soit 8 % de moins qu'à pareille date l'an dernier. Il s'agit du mois le plus calme en termes de nouvelles émissions depuis l'épisode de la crise européenne en août 2011 (690 millions \$) qui avait paralysé les activités de financement. En dépit d'une offre restreinte de nouveaux produits, les écarts de rendement des obligations de sociétés se sont tout de même élargis de 2 points centésimaux pour s'établir à 1,01% selon l'indice FTSE|TMX.

► La chaîne américaine de restauration rapide Burger King a annoncé qu'elle achetait Tim Hortons pour une somme de 11,4 milliards \$. Le nouveau regroupement, qui sera domicilié à Oakville et détenu à 51 % par la firme d'investissement 3G Capital Management, permettra à Burger King d'alléger sa charge fiscale. La transaction sera financée en grande partie à l'aide d'emprunts (9,5 milliards \$) et portera le niveau de dette à 6,40 \$ pour chaque dollar de bénéfices avant impôt, intérêt et amortissement (BAIIA). Les agences de notation ont placé les notes de solvabilité des deux sociétés sous examen en vue d'une possible décote. Les obligations de Tim Hortons étaient munies d'une clause restrictive de changement de contrôle qui offre aux créanciers l'option de vendre leurs obligations à 101\$ si la transaction force une décote sous la qualité d'investissement.

► Le Fonds de placement immobilier Cominar s'est porté acquéreur d'un portefeuille de 15 immeubles provenant d'Ivanhoé Cambridge, le bras immobilier de la Caisse de dépôt et placement du Québec. D'une valeur de 1,5 milliard \$, le portefeuille comprend 11 centres commerciaux, 3 immeubles à bureaux et un immeuble industriel. Cette transaction permet à Cominar de relever la portion de ses immeubles commerciaux de 24 % à 38 % et de réduire ses immeubles industriels de 5 % pour l'établir à 18 %. Cette dernière portion est souvent identifiée comme étant plus volatile par les agences de notation alors que les centres commerciaux sont considérés plus stables.

Deux points ressortent de cette transaction: Premièrement, elle souligne l'importance des clauses restrictives pour protéger les créanciers. Deuxièmement, même si Burger King élargit son offre de produits par cette acquisition, tout en réduisant sa charge fiscale. Des transactions bâties sous une prémisses d'économie d'impôts ne témoignent pas d'une économie dynamique.

Il est encourageant d'observer que Cominar (BBB low) adresse certains défis soulignés par l'agence de notation DBRS, notamment à l'égard de la répartition sectorielle du portefeuille. Il est probable qu'une nouvelle transaction survienne pour diversifier son portefeuille hors-Québec et s'offrir la chance de relever sa note de crédit.

## Positionnement stratégique

Contrairement aux attentes des prévisionnistes en début d'année, le marché obligataire se comporte drôlement bien en 2014. Les taux de 10 ans au Canada et aux États-Unis ont fléchi respectivement de 76 et 69 points centésimaux depuis le début de l'année, permettant à l'indice FTSE|TMX Univer de produire un rendement de 6,6 %. Normalement, une période de ruée vers les valeurs sécuritaires s'accompagne d'une certaine nervosité envers les titres risqués. Or, l'indice boursier S&P TSX et les obligations de sociétés de moyen terme ont généré 16,9 % et 7,7 % depuis le début de l'année. Cependant, nous vivons dans un marché financier mondial où les décisions des autres influencent la direction de nos marchés. Les risques de déflation jumelés à l'anticipation du programme d'injection monétaire par la BCE ont créé une certaine frénésie autour du marché obligataire européen, notamment en Italie où l'indice a produit un rendement de 12 % en 2014. Le pays de la bunga bunga avait peine à se financer en 2011, aujourd'hui son taux de 5 ans est 48 points centésimaux de moins qu'aux États-Unis. Pour sa part, l'Allemagne peut emprunter pour un terme de 10 ans à un taux inférieur à 1 %. Tout devient donc une question de valeur relative. Étant donné les risques entourant les finances publiques européennes, les taux supérieurs en Amérique du nord se sont avérés comme une opportunité d'achat.

## Écart de rendement pondéré

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



Source: Financière Banque Nationale