

## Taux de rendement obligataire

	avr 2014	Variation mois	Variation 2014
Taux directeur	1,00%	0,00%	0,00%
3 mois	0,95%	0,06%	0,04%
2 ans	1,06%	-0,01%	-0,08%
5 ans	1,68%	-0,03%	-0,27%
10 ans	2,40%	-0,05%	-0,36%
30 ans	2,93%	-0,04%	-0,30%
ORR 30 ans	0,93%	-0,01%	-0,35%

	avr 2014	Variation mois	Variation 2014
Taux directeur	0,25%	0,00%	0,00%
3 mois	0,03%	-0,01%	-0,04%
2 ans	0,41%	-0,01%	0,03%
5 ans	1,68%	-0,04%	-0,07%
10 ans	2,65%	-0,07%	-0,38%
30 ans	3,46%	-0,10%	-0,51%

Source: Bloomberg

## 1. Événements économiques

❖ Les États-Unis ont enregistré une croissance de 0,1% en rythme annualisé au premier trimestre. Il s'agit de la pire performance de l'économie en trois ans. Les dépenses de consommation ont crû de 3% principalement en raison des hausses des coûts de chauffage et des soins de santé. En revanche, les investissements des sociétés et le commerce extérieur ont amputé la croissance. Les investissements se sont repliés de 2,1% notamment au chapitre de la machinerie et de l'équipement. Les exportations ont plongé de 7,6%, alors que l'immobilier résidentiel était en retrait de 5,7%.

❖ L'inflation au Canada a augmenté de 1,5% annuellement en mars, soit 0,4% de plus qu'au mois précédent. Cette accélération est principalement attribuable à une hausse de 4,5% des prix énergétiques. Le prix du gaz naturel a bondi de 17,9% en mars après avoir progressé de 5,5% en février. De plus, les prix de l'électricité et du mazout ont crû de 5% et 9,1%. L'augmentation de la taxe d'accise sur les cigarettes a aussi eu une incidence sur l'indice des prix.

❖ Le gouvernement du Japon est finalement allé de l'avant avec l'augmentation de la taxe de vente qui est passée de 5% à 8%. Si l'économie se comporte bien après cette hausse, une seconde augmentation de 2% est prévue pour octobre 2015. Ces mesures ont été mises en place pour réduire la dette de l'État. Rappelons qu'après une hausse de 2% de la taxe de vente en 1997, l'économie s'était contractée de 3,9% au second trimestre.

## 2. Évolution des taux

❖ Le Gouvernement du Canada a profité de la faiblesse des taux d'intérêt pour émettre, pour une première, fois une obligation d'un terme de 50 ans. Munie d'un coupon de 2,75%, cette émission, d'une taille de 1,5 milliard \$, offrait aux créanciers un rendement de 2,96%, soit 1 p.c. de moins qu'un titre de 30 ans. Le rallongement du terme de la dette avait été évoqué lors du dernier budget fédéral.

❖ Pour une première fois en 4 ans, la Grèce a emprunté une somme de 3 milliards € pour un terme de 5 ans sur le marché des capitaux. Les investisseurs ont consenti de leur prêter des fonds à un taux de rendement de 4,95%. Au sommet de la crise, le taux de 5 ans atteignait près de 40%. L'euphorie entourant l'émission grecque a aussi permis au Portugal d'émettre 750 millions € échéant en 2024 à un taux de 3,58%. Il s'agit de leur première émission de 10 ans depuis avril 2011.

*Bien que les conditions hivernales difficiles aient coulé la croissance, la mise en oeuvre du programme Obamacare a aussi amputé le budget des ménages et freiné les sociétés à investir. La force du dollar américain a aussi influencé les exportations. Somme toute, un rapport qui illustre la fragilité de l'économie américaine et l'absence de flexibilité dans le budget des ménages.*

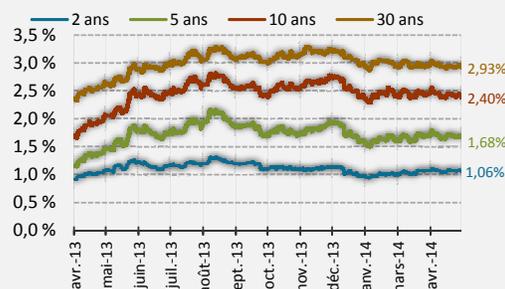
*Le climat sibérien de l'hiver a agi comme une taxe à la consommation. Les ménages ont utilisé une plus grande portion des revenus pour réchauffer leurs chaumières, laissant peu de place aux dépenses discrétionnaires. À cet égard, les prix des vêtements et chaussures ont fléchi de 1,4% sur un an, tandis que la hausse du prix des loisirs s'est affaiblie.*

*Il est possible que l'histoire se répète cette année, car les salaires n'ont augmenté que de 0,7% dans la dernière année. Tant que les réformes permettant plus de flexibilité du marché du travail n'auront pas lieu, les salaires demeureront déprimés. La Banque du Japon pourrait donc être appelée à nouveau en relève pour relancer l'économie sous l'oeil attentif de la communauté internationale.*

*Si le ministre des Finances désire fortement rehausser la taille des émissions de 50 ans, il devra y avoir une prime pour l'allongement du terme afin d'attirer la gamme d'investisseurs potentiels. Actuellement, les caisses de retraite et compagnies d'assurance sont des acheteurs naturels pour les titres de longue échéance étant donné leur préférence pour la durée en tant que produit d'immunisation.*

*Malgré un défaut et un ratio d'endettement plus élevé qu'en 2010 (175% du PIB), la Grèce a réussi à attirer de nombreuses commandes pour sa dette. Bien qu'un effort de réforme ait été fait, la baisse du coût de financement est plus liée à l'appui des créanciers européens et à l'anticipation d'un programme d'injection monétaire de la part de la banque centrale.*

## Évolution des taux canadiens du 30 avr. 2013 au 30 avr. 2014



Source: Bloomberg

## Écart de rendement (en p.c.)

	avr 2014	Variation mois	Variation 2014
5 ans	51	0	8
10 ans	90	2	4
30 ans	105	-1	2

	avr 2014	Variation mois	Variation 2014
5 ans	50	2	8
10 ans	86	4	6
30 ans	96	4	5

	avr 2014	Variation mois	Variation 2014
2 ans	14	-1	8
5 ans	31	1	7
10 ans	44	0	3

Source: Financière Banque Nationale

## Performance indice DEX (en %)

Secteurs	avr 2014	2014
Fédéral	0.42	2.53
Provincial	0.60	4.04
Sociétés	0.51	3.48
Univers	0.51	3.29
Court terme	0.25	1.31
Moyen Terme	0.57	3.80
Long terme	0.83	5.99
ORR	0.85	7.03

Source: www.pcbond.com

## Écarts de rendement des obligations de sociétés (en p.c.)

Émetteurs	Note de crédit		Écart			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	AA-	80	110	145	0	-10	0	-5	5	0
Banque Royale, dette subordonnée	AA low	A	100	130	165	-5	-15	-5	-10	0	-10
Financière Manuvie, dette senior	A high	A	100	135	165	-5	-15	-5	-15	-5	-15
Fortis Inc.	A low	A-	90	125	150	0	-10	-5	-15	0	-15
Hydro One	A high	A+	70	100	130	0	-5	-5	-5	0	-5
Enbridge Inc.	A low	A-	95	130	160	0	-5	-5	-5	5	-5
Encana Corp.	BBB	BBB	110	160	205	-15	-30	-15	-30	-15	-25
GTAA	A	A	70	100	130	0	-10	-10	-5	0	-5
Bell Canada	A low	BBB+	110	150	190	0	-15	0	-15	5	-10
Rogers Communications	BBB	BBB+	115	165	215	0	-15	5	-5	5	-5
Loblaw	BBB	BBB	110	165	210	0	-15	0	-20	0	-25
Canadian Tire	BBB high	BBB+	105	160	205	0	-15	0	-20	0	-25

Source: Financière Banque Nationale

### 3. Marché du crédit

❖ La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 5,3 milliards \$ au mois d'avril, en baisse de 3,7 milliards \$ par rapport au mois précédent, mais 1,7 milliard \$ de plus qu'en avril 2013. Depuis le début de l'année 2014, la somme des financements obligataires s'est chiffrée à 26,2 milliards \$, soit 1,5% de moins qu'à pareille date en 2013. L'intérêt des investisseurs pour un rendement courant élevé persiste. Pour en témoigner, Telus et Pembina Pipelines, deux émetteurs BBB, ont émis des dettes de 30 ans de 500 et 600 millions \$ respectivement qui ont attiré plusieurs investisseurs. Comme indiqué dans une analyse de la Financière Banque Nationale, Pembina est seulement le cinquième émetteur BBB à obtenir un financement de plus de 500 millions \$ dans le long terme au cours des 5 dernières années.

❖ SNC Lavalin a consenti à vendre sa participation dans Altalink, le plus important transporteur d'électricité en Alberta, pour 3,2 milliards \$ à une division de Berkshire Hathaway. Cette vente s'inscrit dans le plan de restructuration mis de l'avant l'an dernier qui vise à recentrer les activités de la société montréalaise vers la construction et l'ingénierie. L'agence de notation S&P a modifié positivement ses perspectives sur la note de crédit d'Altalink à la suite de cette transaction. L'agence estime qu'Altalink est stratégiquement plus important pour le conglomérat de Warren Buffet qu'il ne l'était dans le giron de SNC. Cette dernière n'a pas indiqué si elle allait utiliser le produit de cette vente pour réduire sa dette.

❖ Au cours des 4 premiers mois de l'année, les transactions de fusions et acquisitions ont atteint 1 200 milliards \$ à l'échelle mondiale, un sommet depuis 2007 selon Dealogic. Uniquement aux États-Unis, ce chiffre s'élève à 638 milliards \$ ce qui représente un sommet depuis que Dealogic compile les données en 1995. Contrairement à la période d'avant la crise financière où les transactions se finançaient majoritairement par endettement et impliquaient des fonds d'investissement, celles de cette année s'effectuent principalement à l'aide d'encaisse et d'actions et sont initiées par d'autres sociétés. À la fin de 2013, les sociétés figurant dans l'indice S&P 500 détenaient près de 1 300 milliards \$ en encaisse et titres à court terme.

*Cette transaction rehausse la flexibilité financière de SNC qui pourrait faire face à des accusations de corruption et collusion. La firme d'ingénierie pourrait continuer à se départir d'actifs non stratégiques tels que l'autoroute 407. SNC se libère donc d'actifs stables et sécuritaires pour se concentrer sur l'ingénierie et la construction qui sont plus cycliques et risquées.*

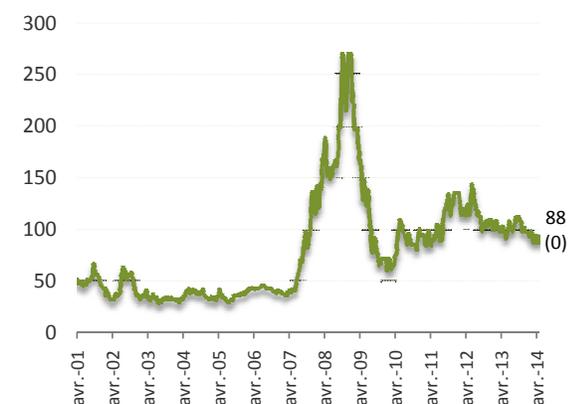
*Certains diront qu'il s'agit d'un signe de confiance envers l'économie. Mais, certaines transactions transfrontalières ont été motivées par souci d'économie d'impôts. De plus, la décélération dans la croissance des bénéficiaires aurait incité certains dirigeants à emprunter la voie des économies d'échelle provenant des fusions et acquisitions.*

### 4. Positionnement stratégique

Après avoir connu un mois de janvier assez volatil, les marchés financiers sont restés plutôt calme au cours des trois derniers mois. Les taux obligataires sont demeurés près de leur niveau de fermeture du mois de janvier, mais les places boursières ont, quant à elles, repris la presque totalité du terrain perdu en début d'année. Une portion de cette remontée peut être attribuable à la vague de fusions et acquisitions qui s'est amplifiée. Après des années à regarnir leurs bénéfices par compressions au détriment des travailleurs, les bénéficiaires d'opération des sociétés ont stagné. Maintenant que le citron interne est pressé, les dirigeants se tourmentent vers les fusions et acquisitions pour tirer avantage des économies d'échelle et rehausser leur pouvoir de fixation des prix. Étant donné les risques en suspens et une reprise économique qui manque de mordant, les dirigeants hésitent d'investir de façon organique sans obtenir une certaine visibilité sur le rendement généré. Au lieu de s'engager dans un projet d'investissement qui comporte des risques d'exécution, les sociétés préfèrent les fusions et acquisitions qui leur permettent d'éliminer un compétiteur et réduire les effectifs. Plus cette stratégie s'étendra, plus les travailleurs écoperont, ce qui affaiblit financièrement les consommateurs de ces entreprises fusionnées. La fondation des marchés financiers est fragile et pourrait être ébranlé facilement.

### Écart de rendement pondéré

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



Source: Financière Banque Nationale