

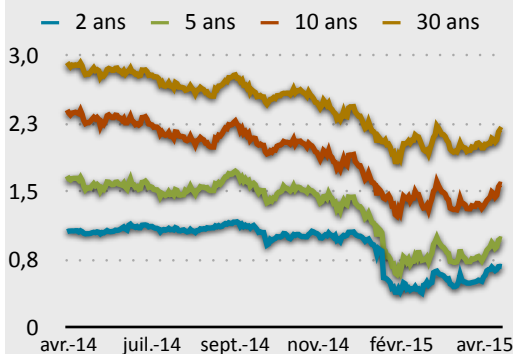


Taux de rendement obligataire

	Variation		
	avr.-15	mois	2015
 Taux directeur	0,75 %	0,00 %	-0,25 %
3 mois	0,66 %	0,12 %	-0,26 %
2 ans	0,68 %	0,17 %	-0,34 %
5 ans	0,98 %	0,21 %	-0,36 %
10 ans	1,58 %	0,22 %	-0,21 %
30 ans	2,18 %	0,19 %	-0,16 %
ORR 30 ans	0,37 %	0,14 %	-0,27 %
 Taux directeur	0,25 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,00 %	-0,02 %	-0,04 %
2 ans	0,57 %	0,01 %	-0,10 %
5 ans	1,43 %	0,06 %	-0,23 %
10 ans	2,03 %	0,11 %	-0,14 %
30 ans	2,74 %	0,20 %	-0,01 %

Source: Bloomberg

Évolution annuelle des taux canadiens



Écart de rendement (en p.c.)

	Variation		
	avr.-15	mois	2015
Québec			
5 ans	50	2	2
10 ans	75	-2	-14
30 ans	89	-1	-12
Ontario			
5 ans	50	3	3
10 ans	74	-2	-9
30 ans	84	-1	-10
SCHL			
2 ans	21	0	6
5 ans	37	5	6
10 ans	48	2	1

Source: Financière Banque Nationale

Performance indice FTSE TMX (en %)

Secteurs	avr.-15	2015
Univers	-1.36	2.74
Fédéral	-1.21	2.03
Provincial	-1.85	3.73
Sociétés	-0.99	2.53
Court terme	-0.44	1.45
Moyen terme	-1.26	2.98
Long terme	-2.61	4.34
ORR	-1.33	5.90

Source: ftse.com

Événements économiques

► L'économie américaine n'a progressé que de 0,2 % au premier trimestre en rythme annualisé, contre 2,2 % au dernier trimestre de 2014. Cette décélération est principalement attribuable à la chute du commerce extérieur, résultat de l'appréciation du dollar contre les principales devises et d'une grève des ports sur la côte ouest. La contraction des investissements des sociétés en immobilisations, notamment celles de l'industrie pétrolière, a aussi freiné la croissance. En contrepartie, les dépenses de consommation des ménages ont crû de 1,9 %. Cela fait toutefois suite à une hausse de 4,4 % au trimestre d'avant.

► L'emploi au Canada a augmenté de 28 700 au mois de mars dernier, portant le taux de chômage à 6,8 %. Les gains ont été enregistrés dans les emplois à temps partiel (+56 800) alors que les postes à temps plein ont chuté de 28 200. Par contre, au cours de la dernière année, 110 000 positions à temps plein se sont ajoutées, contre seulement 28 000 nouveaux emplois à temps partiel. De plus, ces gains d'emplois ont davantage été répertoriés dans le secteur public (+67 700) plutôt qu'au privé (+32 600) ou chez les travailleurs autonomes (+38 000).

► Après avoir connu une brève récession technique alimentée par la hausse de la taxe de vente, l'économie du Japon a renoué avec la croissance au quatrième trimestre, progressant de 1,5 % en termes annualisés. Par ailleurs, l'indice de référence des prix à la consommation a crû de 0,2 % annuellement une fois qu'on exclut l'effet de la hausse de taxe de vente d'avril dernier. Il s'agit d'une première hausse depuis mai 2013.

Évolution des taux

► Afin de soutenir la croissance économique, la Banque populaire de Chine a décidé de réduire de 1 % le ratio de réserves imposées aux banques pour le fixer à 18,5 % de leurs actifs. Cette mesure permettrait aux banques d'injecter plus de 210 milliards \$ US dans l'économie sous forme de nouveaux emprunts. Au premier trimestre, l'économie affichait une croissance annuelle de 7,0 %, soit la cadence la plus faible depuis le premier trimestre de 2009.

► Après avoir atteint un creux historique de 0,08 % le 20 avril dernier, le taux de 10 ans allemand a clôturé le mois d'avril à 0,37 %. Ceci s'inscrit dans une tendance mondiale qui a propulsé en hausse les taux de plusieurs pays. Au Canada, l'indice FTSE|TMX a produit un rendement mensuel de -1,36 %, le pire depuis juin 2013 au moment où la Fed indiquait son intention de retirer l'injection monétaire.

L'activité économique semble avoir été perturbée par des facteurs temporaires comme la grève portuaire, principal responsable du déclin du commerce extérieur qui a soustrait 1,3 % au PIB à l'hiver. Le climat austère d'hiver a aussi été un facteur improductif. Si l'économie était vraiment en contraction, l'emploi écoperait également, ce qui ne semble pas le cas.

L'Alberta n'a pas subi les contrecoups de la baisse des prix du brut. Certes, la croissance d'emplois n'est plus ce qu'elle était, mais les mises à pied ne se sont pas manifestées. L'importance du capital investi et des coûts fixes pour les sociétés de pétrole bitumineux les contraint à maintenir la production dans la mesure où elles peuvent subvenir à leurs coûts variables.

Le taux d'inflation est loin du 2 % visé par la Banque du Japon et la croissance n'est pas assez robuste pour pousser les prix à la hausse. Sans réformes structurelles, la croissance demeurera faible, ce qui incitera la Banque du Japon à intervenir davantage, elle qui injecte déjà 16 % du PIB annuellement en liquidité.

La Chine semble traverser une période plus difficile, notamment au chapitre du logement dont les ventes ont chuté de 9,2 % sur un an en mars. Cette morosité a aussi engendré le premier défaut d'un promoteur immobilier chinois (Kaisa). Rappelons toutefois que les dirigeants disposent d'un arsenal d'outils pour atteindre l'objectif de croissance de 7 %.

Cette hausse des taux en Allemagne n'a pas été propulsée par des données économiques fortes. Au contraire, les ventes au détail du mois de mars, ont affiché un recul mensuel de 2,3 %. Ceci appuie l'idée que les taux sont dissociés des valeurs économiques et fluctuent plutôt en fonction des flux d'actifs mondiaux.

Émetteurs	Note de crédit		Écart			Variations					
	DBRS	S&P	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	150	0	-5	0	-10	5	0
Financière Manuvie, dette senior	A high	A+	100	135	180	0	-5	0	-10	5	0
Fortis Inc.	A low	A-	100	125	165	0	-5	0	-15	5	-15
Hydro One	A high	A	75	100	140	5	0	5	-5	5	-10
Enbridge Inc.	A low	A-	140	175	225	0	-5	-5	-10	0	-15
Encana Corp.	BBB	BBB	155	205	260	-5	-15	-15	-20	-10	-5
GTAA	A	A	70	95	135	0	-5	0	-10	0	-15
Bell Canada	A low	BBB+	130	170	235	0	5	0	0	-5	5
Rogers Communications	BBB	BBB+	135	175	245	0	10	0	0	-10	0
Loblaw	BBB	BBB	130	170	235	5	0	-5	-15	-5	-10
Canadian Tire	BBB high	BBB+	125	165	230	5	5	-5	-10	0	0

Source: Financière Banque Nationale

Marché du crédit

► La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 4,5 milliards \$ au mois d'avril, en baisse de 7,8 milliards \$ par rapport au mois précédent et 735 millions \$ de moins qu'en avril 2014. Cette baisse mensuelle s'explique principalement par l'absence d'émetteurs bancaires en avril. Ceux-ci sont responsables de près de la moitié des nouvelles émissions depuis le début de l'année. Le marché primaire aux États-Unis est en plein essor. La somme des financements de sociétés a atteint 494 milliards \$ US pour les trois premiers mois de l'année, un record pour un premier trimestre. Le marché a continué sur sa lancée en avril avec une somme de 172,5 milliards \$ US en financement obligataire.

► L'agence de notation S&P a annoncé qu'elle réduisait la note de solvabilité d'Hydro One de A+ à A en réaction à l'annonce de privatisation partielle de la société par le gouvernement ontarien. Lors du dernier dépôt du budget provincial, le Parti Libéral, qui cherche à éliminer un déficit de 8,5 milliards \$ pour l'exercice en cours, a annoncé son intention de se départir de 60 % de la société d'État. Cette vente permettrait d'amasser près de 4 milliards \$ selon une étude conduite par le gouvernement ontarien. Celui-ci demeurerait propriétaire majoritaire de la société puisqu'aucun investisseur ne pourra détenir plus de 10 % des actions de la société. De plus, la Commission de l'énergie de l'Ontario continuera de réglementer les tarifs de distribution d'électricité.

► La chute des cours pétroliers a eu un impact considérable sur les finances de la province de Terre-Neuve et Labrador. Pour l'exercice financier 2015-2016, le déficit de la province maritime devrait atteindre 1 100 millions \$, en hausse de 176 millions \$ par rapport à l'exercice précédent. Ceci correspond à 3,3 % du PIB, contre 1,5 % pour l'Alberta. En misant sur les hausses d'impôts pour les plus nantis, une augmentation de 2 % de la taxe de vente harmonisée et des suppressions d'emplois de l'ordre de 3% des effectifs, la province prévoit atteindre l'équilibre budgétaire d'ici quatre ans. À ce moment, le gouvernement prévoit mettre en place un Fonds des générations dans lequel serait investi une portion des redevances pétrolières. Près de 22 % de l'économie de la province est lié à cette industrie qui emploie plus de 7 % des travailleurs.

Tel que prévu, la privatisation et la décote d'Hydro One n'ont pas eu d'effets considérables sur les écarts puisque la société demeurera une entité qui oeuvre dans un cadre réglementaire. Ceci leur permet de fixer des tarifs en fonction de leurs structures de coûts et d'un rendement prédéterminé, rehaussant ainsi la prévisibilité des flux de trésorerie.

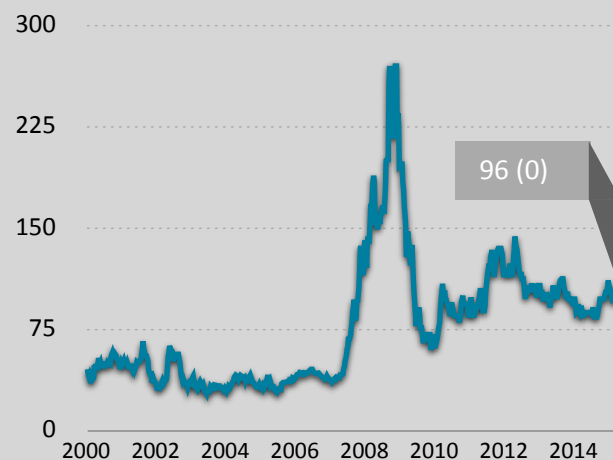
Étant donné la forte dépendance de la province à l'industrie pétrolière, il était nécessaire de mettre en place un fonds de prévoyance pour atténuer les fluctuations. Ce n'est pas responsable de payer les dépenses courantes avec des revenus incertains. Cependant, les élections à l'automne pourraient faire dérailler ce plan.

Positionnement stratégique

Depuis déjà un certain temps, l'évolution des taux en Europe, influencée grandement par les décisions de la banque centrale, a dicté la direction des taux en Amérique du Nord. Plusieurs facteurs négatifs sont survenus au cours du mois, qui en période normale, auraient dû avoir une influence à la baisse sur les taux. Notons entre autres l'annonce d'une croissance économique presque nulle aux États-Unis au premier trimestre alors que les analystes prévoient un gain de 1 % et une faible création d'emplois aux États-Unis en mars. Les investisseurs auraient dû percevoir ces nouvelles comme un report de la normalisation du taux directeur par la Fed. Les risques géopolitiques se sont aussi accentués en avril avec la Grèce et le conflit au Yémen. Généralement, durant ces périodes d'incertitude, les investisseurs préfèrent la sécurité des obligations. Or, les taux obligataires ont grimpé dans la seconde moitié du mois, nonobstant ces facteurs. Le marché est donc influencé par les flux d'investisseurs qui ont décidé de prendre des profits sur une portion des achats effectués en début d'année. Ce qui est aussi étonnant, c'est que les taux se sont relevés au moment même où les places boursières fléchissaient. Comme quoi, une portion de l'avancée des marchés financiers des dernières années s'est effectuée à partir d'un effet de levier. Certains ont donc préféré réduire le risque de leurs portefeuilles.

Écart de rendement pondéré

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



Source: Financière Banque Nationale