

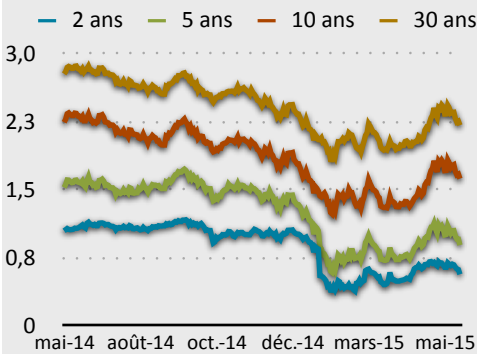


## Taux de rendement obligataire

	Variation		
	mai-15	mois	2015
 Taux directeur	0,75 %	0,00 %	-0,25 %
3 mois	0,63 %	-0,03 %	-0,29 %
2 ans	0,57 %	-0,11 %	-0,44 %
5 ans	0,89 %	-0,09 %	-0,45 %
10 ans	1,62 %	0,04 %	-0,16 %
30 ans	2,21 %	0,04 %	-0,12 %
ORR 30 ans	0,52 %	0,14 %	-0,13 %
 Taux directeur	0,25 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,00 %	0,00 %	-0,04 %
2 ans	0,61 %	0,04 %	-0,06 %
5 ans	1,49 %	0,06 %	-0,17 %
10 ans	2,12 %	0,09 %	-0,05 %
30 ans	2,88 %	0,14 %	0,13 %

Source: Bloomberg

## Évolution annuelle des taux canadiens



## Écart de rendement (en p.c.)

	Variation		
	mai-15	mois	2015
<b>Québec</b>			
5 ans	48	-2	0
10 ans	75	0	-14
30 ans	88	-1	-13
<b>Ontario</b>			
5 ans	48	-2	1
10 ans	74	0	-9
30 ans	83	-1	-11
<b>SCHL</b>			
2 ans	19	-2	4
5 ans	34	-3	3
10 ans	46	-2	-1

Source: Financière Banque Nationale

## Performance indice FTSE TMX (en %)

Secteurs	mai-15	2015
Univers	0.20	2.94
Fédéral	0.21	2.25
Provincial	0.16	3.90
Sociétés	0.22	2.76
Court terme	0.40	1.85
Moyen terme	0.28	3.27
Long terme	-0.13	4.20
ORR	-1.66	4.15

Source: pcbond.com

## Événements économiques

● L'économie canadienne s'est contractée de 0,6 % en termes annualisés au trimestre hivernal, un premier recul depuis le second trimestre de 2011 et sa pire performance depuis la récession. Ce déclin est principalement attribuable à une chute de 15,5 % dans les investissements des sociétés. Malgré la dépréciation du huard, les exportations ont fléchi de 1,1 % à l'hiver. Les ménages ont aussi freiné leurs dépenses de consommation qui ont progressé uniquement de 0,4 % contre un gain de 2,2 % au trimestre précédent.

● Plombée par le commerce international et la grève portuaire dans l'ouest, le PIB du premier trimestre aux États-Unis a été révisé de +0,2 % à -0,7 %. Les sociétés ont aussi accumulé moins d'inventaire, réduisant aussi la croissance. Craignant une erreur, le département du Commerce a indiqué qu'il allait procéder à un examen de la méthodologie visant à atténuer les effets de saisonnalité dans les données. Au cours des dix dernières années, la moyenne de croissance du PIB du premier trimestre était de 0,3 %, mais 2,1 % pour les trois autres trimestres.

● La zone euro a enregistré sa plus forte croissance économique en deux ans au premier trimestre, soit 1,6 % en termes annualisés. Le rythme de croissance s'est accéléré en France, en Espagne et en Italie, mais a ralenti en Allemagne. La conjugaison de la baisse des cours du pétrole, de la dépréciation de la devise depuis un an et de la réduction des programmes de compressions budgétaires a appuyé l'activité économique en début d'année.

## Évolution des taux

● La Banque du Canada a décidé de maintenir son taux directeur à 0,75 % prétextant entre autres un retour à une croissance solide aux États-Unis au second trimestre et l'effet positif de la chute des prix de l'essence sur la consommation. Toutefois, la récente appréciation du huard inquiète la Banque qui mentionne vouloir évaluer son impact sur l'économie si elle se poursuit.

● La Banque populaire de Chine a annoncé une réduction de 0,25 % de son taux directeur pour le porter à 5,1 %. Il s'agit d'une troisième baisse depuis novembre. Le taux de dépôt à un an a aussi été réduit de 25 p.c. pour s'établir à 2,25 %. Toutefois, les banques peuvent maintenant offrir aux épargnants un taux allant jusqu'à 1,5 fois le taux de référence. La majoration s'élevait à 1,3 fois auparavant. Cette mesure vise à libérer le marché du crédit.

*Il y a peu de bonnes nouvelles à tirer des comptes nationaux. En soustrayant l'accroissement des inventaires des sociétés, le PIB est en chute de 1,4 % à l'hiver. La devise n'a pas su stimuler les exportations, car le secteur manufacturier est affaibli par des années de parité et les effets de la mondialisation. Si les sociétés avaient une plus grande certitude que la devise demeurerait faible, alors elles pourraient développer le marché international.*

*La reprise modérée que nous connaissons rend l'économie plus vulnérable aux facteurs temporaires. À cet égard, les inondations au Texas pourraient nuire au PIB au second trimestre. Par contre, les ingrédients pour freiner l'expansion demeurent absents, à savoir des hausses du taux directeur et de l'inflation, une crise financière ou un choc qui réduit l'emploi et la demande.*

*Enfin, de bonnes nouvelles surgissent du vieux continent. Après 3 années de contraction, les emprunts bancaires consentis au secteur privé ont progressé de 0,1 % sur un an en mars dernier. Ce crédit est important en Europe, car les sociétés l'utilisent davantage pour financer les projets d'investissement. En revanche, les risques liés à la Grèce persistent.*

*Le huard s'est apprécié, car le prix du pétrole s'est raffermi, ce qui devrait contribuer à la croissance économique. À la lumière du commentaire de la Banque, si elle désire une devise faible et un cours du baril élevé, alors il ne faudrait pas complètement écarter une nouvelle baisse du taux directeur.*

*Ces initiatives ont trois objectifs: Relancer l'économie, affaiblir le système bancaire occulte et renforcer la transition vers une économie de consommation. En offrant une plus grande majoration, les ménages pourraient profiter d'un taux d'épargne réel positif, ce qui réduit leur attrait pour les placements exotiques.*

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-	95	115	150	5	0	0	-10	0	0
Financière Manuvie, dette senior	A high	A+	105	135	180	5	0	0	-10	0	0
Fortis Inc.	A low	A-	100	130	175	0	-5	5	-10	10	-5
Hydro One	A high	A	80	105	145	5	5	5	0	5	-5
Enbridge Inc.	A low	A-	145	185	235	5	0	10	0	10	-5
Encana Corp.	BBB	BBB	150	200	255	-5	-20	-5	-25	-5	-10
GTAA	A	A	75	100	145	5	0	5	-5	10	-5
Bell Canada	A low	BBB+	135	175	240	5	10	5	5	5	10
Rogers Communications	BBB	BBB+	140	180	250	5	15	5	5	5	5
Loblaw	BBB	BBB	130	175	235	0	0	5	-10	0	-10
Canadian Tire	BBB high	BBB+	125	170	230	0	5	5	-5	0	0

Source: Financière Banque Nationale

## Marché du crédit

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 8,1 milliards \$ au mois de mai, en hausse de 3,6 milliards \$ par rapport au mois précédent et 100 millions \$ de plus qu'en mai 2014. Les financements liés au secteur automobile et à l'immobilier ont retenu l'attention avec 12 émissions totalisant 3,3 milliards \$. Certaines banques canadiennes sont aussi revenues sur le marché primaire après un mois d'inactivité en avril. C'est le cas notamment de la Banque Royale qui a émis une troisième dette subordonnée qui se qualifie comme fonds propre d'urgence en cas de non-viabilité de l'institution (FPUNV). À ce jour, la taille du marché pour cette structure de dette bancaire, qui demeure exclue de l'indice, atteint 6,25 milliards \$, dont 3 milliards \$ proviennent de la Banque Royale. Seules la Banque TD et la Banque Nationale sont absentes de ce marché.
- Les six grandes banques canadiennes ont rapporté des bénéfices totalisant 8,95 milliards \$ au second trimestre, en hausse de 6,1 % par rapport au même trimestre l'an dernier. En dépit d'une contraction de l'économie canadienne, chacune des banques a affiché un accroissement des bénéfices dans leurs activités bancaires personnelles et commerciales. Ces bons résultats ont permis aux banques de relever davantage leurs ratios de fonds propres qui atteint entre 9,5 % pour la Banque Nationale et 10,8 % pour la Banque CIBC. Les nouvelles réglementations bancaires issues de l'accord de Bâle III exigent aux banques un minimum de 8 % des actifs pondérés pour le risque en fonds propres de première catégorie.
- L'Institut de la finance internationale s'inquiète que le nouveau cadre réglementaire en matière de liquidité bancaire amplifie la volatilité sur les marchés financiers, notamment en période de replis. Ces nouvelles règles rendent plus punitif la détention de certains actifs en inventaire pour les banques. Ainsi, en période de marché baissier, les banques ne procureront plus autant de liquidité aux investisseurs qui désirent se départir de certains actifs. L'Institut est notamment préoccupé par l'expansion du crédit dans les pays en développement. Plusieurs sociétés de ces pays ont emprunté en dollar américain au cours des dernières années, ce qui les rend vulnérables aux mouvements de devises et au changement de la politique monétaire américaine.

*L'excellente performance de notre système bancaire canadien en période de ralentissement économique témoigne de leur saine gestion des risques et de la solidité de leur bilan. Toutefois leurs sources de croissance s'épuisent comme c'est le cas pour l'économie canadienne.*

*Pour le moment, les programmes d'injection monétaire en vigueur en Europe et au Japon compensent pour le manque de liquidité que procurent les banques. Ce risque latent milite en faveur d'une gestion orientée vers des actifs de qualité.*

## Positionnement stratégique

En ce moment, il y a plus de 3,3\$ d'instruments de dette pour chaque dollar de PIB aux États-Unis, contre 3,6 \$ en 2009. En raison de ce désendettement, la croissance économique modérée que nous connaissons est le fruit de la combinaison d'une mince augmentation de la population et d'un niveau de productivité inférieur aux années 2000. Ce qui est problématique, c'est que le mandat de la Réserve fédérale continue d'être arrimé sur les notions de croissance d'emploi et de stabilité des prix à la consommation. Or, la désinflation que craint les banques centrales est principalement le résultat des forces de la mondialisation et des avancées technologiques qui sont toujours en place. Ainsi, les banques centrales (États-Unis, Europe, Japon) ont injecté des sommes considérables pour combattre un méchant imaginaire, la baisse des prix à la consommation, au risque de nourrir un véritable monstre, l'inflation des actifs. La mondialisation et l'ouverture des marchés financiers signifient aussi qu'il y a plus d'acheteurs pour les actifs américains qui continuent à être considérés comme étant les plus solides. Faute de croissance économique, les marchés financiers dépendent de plus en plus des banquiers centraux pour leur procurer la liquidité et de faibles coûts de financement qui justifient la valeur de leurs actifs. Ce message semble atteindre la Fed puisque Janet Yellen mentionnait récemment que les valorisations boursières semblent en général assez élevées.

## Écart de rendement pondéré

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



Source: Financière Banque Nationale