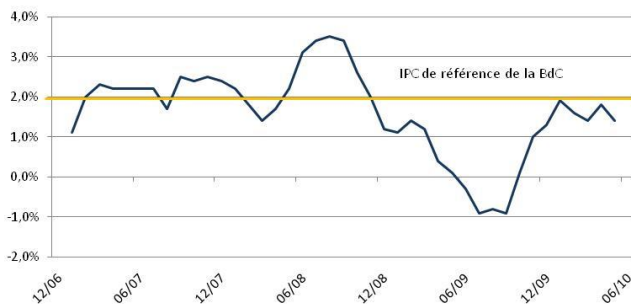


## Nouvelles économiques

En mai, l'indice des prix à la consommation (IPC) a augmenté de 0,3 %. Cette hausse s'explique essentiellement par des augmentations des prix pour l'électricité (4,2 %), les légumes frais (3,2 %) et l'hébergement pour voyageurs (4,4 %). En variation annuelle, le taux d'inflation total est passé de 1,8 % en avril à 1,4 % en mai. Or, dans un contexte où le taux d'utilisation des capacités industrielles se rapproche de son plein potentiel (voir la dernière parution de l'ÉcOtéra), il est à craindre que les pressions inflationnistes ressurgissent. Il faut donc s'attendre à ce que la *Banque du Canada* relève son taux directeur (pour une deuxième fois) de 25 p.c. lors de sa prochaine réunion, soit à la mi-juillet.

**Indice des prix à la consommation**  
variation annuelle en %



Source: Statistique Canada, Otéra

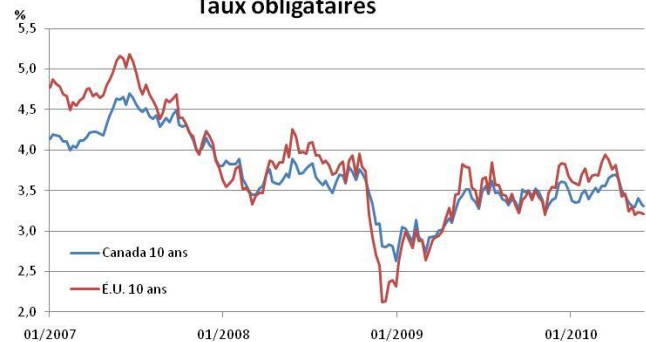
Aux États-Unis, les nouvelles économiques étaient mitigées la semaine dernière. Les mises en chantier sont passées de 659 K en avril à 593 K en mai, soit une baisse de 10 %. De plus, les permis de bâtir ont diminué de 5,9 % en mai. D'autre part, selon le *Conference Board* américain, l'indicateur avancé a progressé de 0,4 % en mai, après avoir stagné en avril. Finalement, il n'y a toujours pas de pression inflationniste aux États-Unis, l'indice des prix à la consommation a diminué de 0,2 % en mai, après une baisse de 0,1 % en avril. L'absence de pression haussière sur les prix à la consommation, jumelée à la recrudescence des risques financiers, incitera probablement la Réserve Fédérale à garder son taux directeur inchangé tout au long de 2010.

Cette documentation est fournie à titre d'information personnelle. Les opinions exprimées peuvent changer en fonction du marché et d'autres circonstances. Les opinions exprimées peuvent différer de celles des autres. Les renseignements que nous fournissons ne constituent pas des conseils en matière de placement et ne doivent en aucun cas être considérés comme tels. Toute la documentation provient de sources jugées fiables, mais son exactitude n'est pas garantie. Nous ne garantissons aucunement la justesse actuelle de décisions fondées sur ces renseignements et nous nous dégageons de toute responsabilité liée à de telles décisions. © Otéra Capital Inc

## Marché obligataire

Les dernières statistiques décevantes concernant l'économie américaine, jumelées à la faible croissance de l'inflation qui force la Réserve Fédérale à maintenir son taux directeur bas en 2010, ont maintenu la tendance baissière des taux obligataires à long terme. Le taux obligataire canadien de dix ans a ainsi reculé de 7 p.c., pour s'établir à 3,32 %, tandis qu'aux États-Unis le taux obligataire de 10 ans a chuté de 1 p.c., pour terminer la semaine à 3,23 %.

**Taux obligataires**



Source: Bloomberg

## Marché de la dette corporative canadienne

Il y a deux semaines, 3,1 G\$ d'obligations corporatives ont été émises dans le marché primaire, incluant une émission surprise par la Banque Royale du Canada de 1,5 G\$ de dettes subordonnées (Aa1/A+/AALow) de catégorie 2b selon OSFI (vs un montant initialement planifié de 500 M\$). Les titres ont été émis à un taux fixe de 171 pc au-dessus des GOC 2,5/15 et BRC à l'option de convertir le taux en taux flottant de 141 pc au-dessus de CDOR à compter du 15 juin 2015. Ce nouveau type d'obligation convertible pourrait servir de précédent pour les autres banques canadiennes désirant émettre de la dette se conformant aux exigences de l'OSFI en matière de normes de fonds propres de Bâle II.

La semaine dernière, 1,5 G\$ d'obligations corporatives ont été émises, incluant une émission d'obligations 10 ans de 350 M\$ par Loblaw's (BBB/BBB). La demande pour ces titres s'est élevée (54 investisseurs) et se ils sont vendus à 178 bps au-dessus des GOC 3,5%/20.

## Marché de la dette

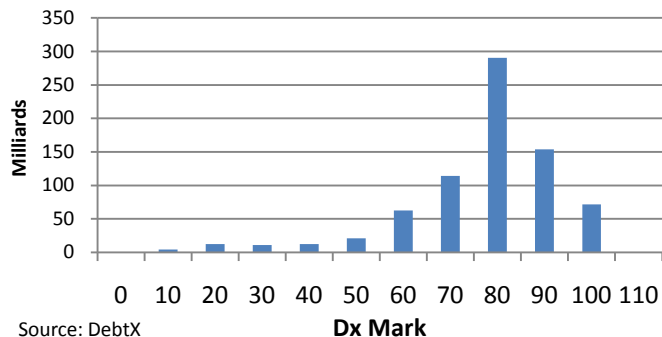
L'assemblée annuelle du CMSA, maintenant connu sous le nom de CRE Finance Council, avait lieu la semaine dernière à New York. Voici les grandes lignes de cet événement :

- Au chapitre des nouvelles émissions CMBS, de nombreux participants ont souligné la difficulté d'accumuler une masse critique de prêts pour structurer une nouvelle émission. Les principales raisons mentionnées sont : une faible demande des emprunteurs pour les prêts de type conduit; le nombre relativement restreint de propriétés peu endettées; et, la difficulté de vendre les titres en absence de garanties additionnelles et/ou d'une souscription très conservatrice.
- Au chapitre des nouveaux prêts hypothécaires commerciaux, les compagnies d'assurance exercent une forte compétition au secteur CMBS : environ 25 compagnies d'assurance ciblent principalement les propriétés trophées en offrant une tarification très faible.
- En matière réglementaire, beaucoup d'incertitude entoure l'obligation qui pourrait être imposée aux promoteurs de nouvelles émissions pour conserver une partie des nouveaux titres émis.
- Demande des investisseurs pour une plus grande transparence de la part des gestionnaires spéciaux sur l'information transmise par rapport aux dossiers en défaut
- La plupart des participants anticipent une augmentation de la délinquance jusqu'à 11-12 % d'ici la fin de l'année et un retour lent de la disponibilité du financement.
- Enfin, le secteur multi-résidentiel est perçu comme le premier à rebondir parce qu'il est alimenté par des facteurs démographiques. Alors que le secteur du bureau devrait voir sa délinquance augmenter à court terme à cause des baux à long terme qui expirent et des locataires qui pourraient ne pas renouveler leurs baux.

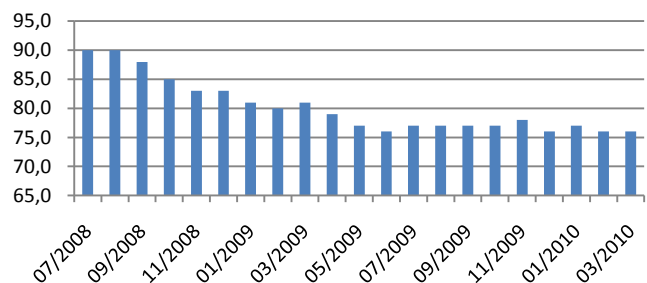
S&P vient de conclure leur révision des 217 émissions CMBS de type fusion et conduit faisant suite à leur changement de critères de notation en juin dernier. S&P avait alors placé sur « credit watch negative » 3 570 des 4 467 obligations de 217 émissions. La révision, qui a pris fin le 27 mai 2010, a eu comme résultat, au total, la décote de 3 057 tranches, le maintien de la notation de 511 tranches et la hausse de seulement 7 de ces tranches. Tel que prévu, les décotes ont affecté particulièrement les cohortes 2005-2007 : 33 % ont touché les émissions de 2007, 27 % celles de 2006 et 23 % celles de 2005. Parmi les 217 transactions révisées, 34,1 % des tranches notées AAA ont été décotées. Des 164 classes AM et 183 classes AJ décotées, 31 et respectivement 84 ont perdu leur statut « investment grade ».

La valeur totale des prêts sous-jacents aux CMBS américains, évalués par DebtX, a augmenté à 76,4 % (prix/solde) à la fin d'avril et de 75,9 % à la fin de mars. Selon Kingsley Greenland, CEO de DebtX, « l'augmentation des prix du collatéral des CMBS est le résultat d'une contraction des écarts de crédit et de l'aplatissement de la courbe des taux d'intérêt ».

### Valeur totale des prêts US \$



### Prix (moyenne pondérée) en % du solde



Morgan Stanley lève 4,7 G\$ US pour son fonds immobilier VIII, alors que le fonds ciblait initialement 10 G\$ US. De nombreux clients ont décidé de ne plus investir après avoir encouru de lourdes pertes avec Morgan Stanley durant la crise. La banque mentionne d'ailleurs qu'elle s'attend à perdre 5,4 G\$ US pour un fonds de 8,8 G\$ lancé en 2007. Par exemple, Washington State Investment Board, qui avait investi 880 M\$ US dans deux véhicules précédents, a décidé de ne pas investir dans le nouveau fonds.

Le marché secondaire CMBS américain a repris son ascension la semaine dernière, les écarts se sont contractés d'environ 15-25 p.c. sur les tranches Super Senior. De concert avec une reprise du marché boursier, les investisseurs CMBS semblaient avoir repris confiance après la conférence du CREFC. Quoique toujours inférieure à la moyenne des six derniers mois, la demande avait elle aussi repris avec 300 à 400 M\$ US chaque jour sur les bid lists.

Fixed Rate (Conduit)	Avg. Life	Spread (bp)		
		6/16	Week Earlier	52-wk Avg.
AAA	5.0	S+182	S+199	+264
	10.0	S+373	S+384	+486
AA	10.0	S+2,665	S+2,615	+3,002
A	10.0	S+3,205	S+3,136	+3,681
BBB	10.0	T+4,468	T+4,414	+5,294

### ASKING SPREADS OVER TREASURYS

10-year loans with 50-59% LTV

	6/11	Month Earlier
Office	235	247
Retail	225	236
Multi-family	209	225
Industrial	223	235

Source: Trepp

Source : CMA, June 18<sup>e</sup>, 2010