

éc

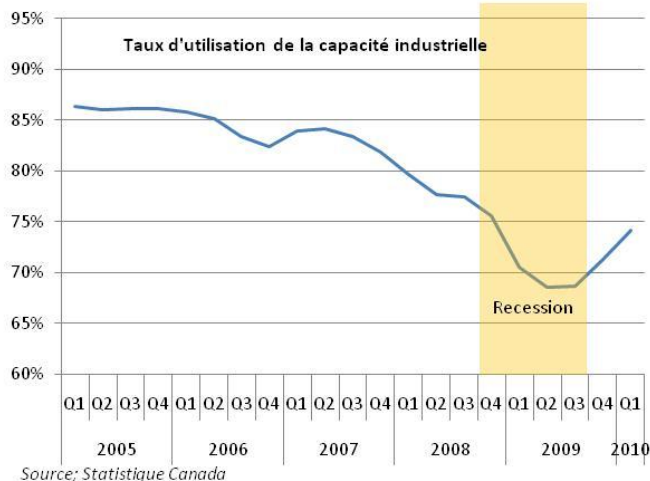
Revue
hebdomadaire

Otéra



Nouvelles économiques

Selon les statistiques publiées la semaine dernière par *Statistique Canada*, les industries canadiennes ont augmenté leur taux d'utilisation des capacités industrielles de 2,9 % au premier trimestre, pour atteindre 74,2 %. Il s'agit de la plus forte progression trimestrielle depuis le premier trimestre 2007. Vingt secteurs sur vingt-et-un ont vu leur taux d'utilisation progressé (informatique/électronique 96 %, papiers 89 %, métaux 86 %), l'exception étant l'imprimé qui recule de 2 p.c. à 64 %. L'augmentation du taux d'utilisation signifie que l'offre excédentaire accumulée durant la récession fond comme neige au soleil. L'économie canadienne fonctionnera bientôt à pleine capacité, ce qui amènera au cours des prochains trimestres des pressions inflationnistes. Cela, tel que mentionné lors de notre dernière parution, ne laisse aucun doute sur la nécessité de la Banque du Canada de remonter son taux directeur au cours des prochains mois vers un niveau moins accommodant.



Aux États-Unis, contre toute attente, les ventes au détail ont reculé de 1,2 % en mai, après sept mois consécutifs de hausse (+0,6 % en avril). Malgré cette baisse inattendue, les ventes au détail ont progressé de 6,9 % en variation annuelle. Néanmoins, c'est une nouvelle décevante qui, combinée à la faiblesse du marché de l'emploi, ramène à l'avant-plan les craintes sur la solidité et la viabilité de la reprise économique aux États-Unis.

Aux prises avec une crise de confiance sans précédent envers les dettes souveraines de certains pays membres et l'incertitude

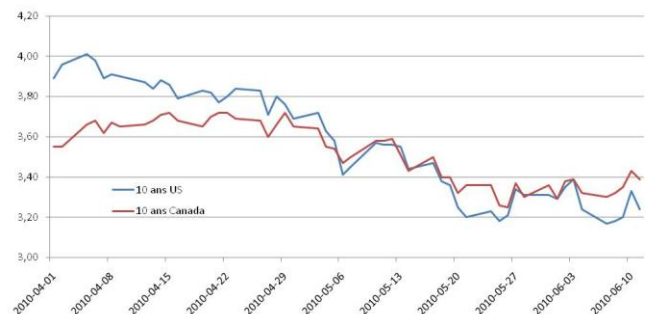
Cette documentation est fournie à titre d'information personnelle. Les opinions exprimées peuvent changer en fonction du marché et d'autres circonstances. Les opinions exprimées peuvent différer de celles des autres. Les renseignements que nous fournissons ne constituent pas des conseils en matière de 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

entourant les perspectives économiques de la zone euro (+0,2 % PIB au premier trimestre 2010), c'est sans surprise que le 10 juin dernier la *Banque centrale européenne (BCE)* a opté pour le statu quo en maintenant son taux directeur à 1 %. De plus, le président Trichet s'est engagé à stabiliser l'euro, fortement éprouvé par la crise en Grèce et par les craintes de contagion en Espagne, en Irlande et au Portugal, trois pays lourdement endettés. L'euro a déjà chuté de 30 cents par rapport au billet vert cette année et une grande majorité d'économistes prévoient que le dollar américain effacera les derniers 20 cents qui le sépare de la parité, quand la Réserve Fédérale haussera son taux directeur à la fin 2010, début 2011, en réponse à un renforcement de la croissance économique, alors que le taux directeur de la zone euro sera maintenu à un niveau bas du fait de la faiblesse de l'économie.

Toujours sans surprise, la *Banque d'Angleterre* a maintenu son taux directeur à 0,50 %, préférant continuer à privilégier son programme d'assouplissement quantitatif de 200 G£ (290 G\$ US). Bien qu'il y ait des signes d'une certaine stabilisation de l'économie, la résurgence des tensions financières exclut toute hausse précipitée du taux directeur au Royaume-Uni.

Marché obligataire

Sur le marché obligataire, les pressions inflationnistes demeurant très faibles, ainsi que l'engagement des dirigeants de la *Banque d'Angleterre* et la *Banque centrale européenne* de maintenir leur taux directeur bas, ont apaisé les inquiétudes des investisseurs. Résultat : le taux obligataire canadien à long terme a augmenté de 7 p.c. la semaine dernière, pour atteindre 3,39 %. Aux États-Unis, la variation a été nulle, le taux obligataire à long terme américain est demeuré à 3,24 % la semaine dernière.



Marché de la dette

Le marché primaire du CMBS américain semble reprendre un peu de vigueur. Deux nouvelles émissions CMBS US sont commercialisées (dont l'une était tarifée à la fin de la semaine dernière) alors qu'une troisième émission d'environ 800 M\$ US menée par Goldman Sachs verrait bientôt le jour.

Premièrement, tel qu'indiqué dans notre édition, JP Morgan a tarifé jeudi dernier une nouvelle émission CMBS de 716,3 M\$ US (JP Morgan Chase Commercial Mortgage Securities Trust 2010-C1), la deuxième émission CMBS depuis 2008 à inclure des prêts de plusieurs emprunteurs (*multi-borrower*). La présence de deux contributeurs (JP Morgan pour 78 % des prêts; Ladder Capital Finance pour le reste) est intéressante et dénote d'une tendance qui semble se dessiner pour l'accumulation par plusieurs contributeurs de prêts pour fins de titrisation (voir commentaire plus bas sur émission prochaine Goldman Sachs).

En raison de la volatilité du marché des capitaux (incluant le marché obligataire) et de certaines particularités des prêts sous-jacents, les titres ont été émis à un prix légèrement inférieur (voir deux colonnes de droite) à ceux initialement souhaités par le promoteur :

Cl	Size	M/F	C/E	WAL	DbtYld	LTV	Prg Guidance	Fl Pricing
A-1	\$416.10	AAA/Aaa	15.00%	4.53	15.90%	51.20%	Sw +140a	140
A-2	\$131.30	AAA/Aaa	15.00%	6.76	15.90%	51.20%	Sw +160a	160
A-3	\$61.50	AAA/Aaa	15.00%	9.53	15.90%	51.20%	Sw +160a	165
B	\$16.10	AA/Aa2	12.75%	9.98	15.50%	52.60%	Sw +225-240	250
C	\$26.90	A-/A3	9.00%	9.98	14.80%	54.80%	Sw +325-340	345
D	\$14.30	BBB/Baa	27.00%	9.98	14.50%	56.00%	Sw +425-440	440

Les investisseurs de revenu fixe n'ont pas apprécié que les prêts soient majoritairement adossés à des immeubles de commerce de détail (508 M\$ US ou 71 %), dont 300 M\$ US consentis pour financer des centres commerciaux détenus par l'emprunteur Inland Western Retail REIT. Le B-piece aurait été vendu privément à un fonds de dettes immobilières géré par Blackrock Realty Advisors.

Apparemment, une des caractéristiques intéressantes de la structure de cette émission est la possibilité pour les détenteurs des titres AAA de procéder au remplacement du *special servicer* dès que 75 % du capital de la première classe subordonnée *investment grade* (classe E, notée BBB- par Moody's et Fitch, avec 4,54 % de subordination) est érodé par les pertes réelles ou appréhendées (principe de Appraisal Reduction Amount). Ceci a pour but de conférer plus de droits aux détenteurs des obligations seniors.

Deuxièmement, Credit Suisse commercialise en ce moment une retitrisation (Re-Remic CMSC 2010-RR5) de 168,1 M\$ US d'obligations CMBS *investment grade* appartenant à CS et provenant de deux émissions précédentes (92 M\$ US d'obligations A5 notées BBB par S&P de l'émission Wachovia Bank Commercial Mortgage Trust 2007-C30; 76,1 M\$ US d'obligations A3 notées AAA de l'émission Credit Suisse Mortgage Capital 2006-C4). La structure de capital de cette retitrisation n'est pas encore disponible mais il semble que les notes senior émises par le véhicule bénéficieront d'un rehaussement de crédit de 30 % consenti par les notes de la classe subordonnée (ex. : épaisseur de la tranche senior de 70 %; épaisseur de la tranche junior de 30 %). Ainsi que nous l'avons indiqué dans l'édition du 16 février de l'Écotéra, la principale caractéristique d'une retitrisation adossée à des obligations sous-jacentes *investment grade* est de

former deux nouvelles classes d'obligations : une nouvelle classe AAA (vendue à un prix plus élevé) et une classe subordonnée. L'avantage de procéder à une telle opération est que les titres AAA sont très prisés, notamment pour des fins de capital réglementaire, par les banques et les compagnies d'assurance. La détention de titres AAA a pour effet de faire baisser le capital de réserve requis. La clôture de cette émission devrait avoir lieu le 16 juin et les discussions préliminaires indiquent une tarification d'environ S+ 300 bps pour les titres senior notés AAA de cette émission.

Troisièmement, Goldman Sachs (GS) commercialiserait sous peu une émission d'une taille relativement importante (±800 M\$ US) à laquelle contribuerait Citigroup (notamment un prêt de 100 M\$ US pour dix ans avec un RPV inférieur à 65 % garanti par neuf étages inférieurs (sur 25) de l'édifice Barneys, où se trouve le magasin phare de la chaîne du même nom, situé à 660 Madison Ave.), Starwood Property et GS. Cette nouvelle émission est intéressante à deux égards. D'une part, comme dans le cas de l'émission JPMCC 2010-C1 (voir plus haut), la présence de plusieurs contributeurs de prêts indique que ceux-ci peuvent accumuler de petits portefeuilles de prêts tout en minimisant les risques d'entreposage en cas de fermeture du marché des capitaux. D'autre part, la collaboration entre plusieurs contributeurs permet d'augmenter la taille d'une émission et donc d'amortir les frais de mise en place de l'émission sur un portefeuille de plus grande taille.

Le volume de transactions dans le marché secondaire CMBS US au comptant (*cash*) a encore été faible la semaine dernière (30 % de la semaine typique du printemps 2010) en raison de la volatilité relative du marché des capitaux. Les investisseurs concentrent leurs quelques achats sur des titres AAA de courte durée, des obligations de cohortes pré-2005 et des titres senior de retitrisation (comme l'émission à venir de CMSC 2010-RR5, discuté plus haut). Ce faible volume de transactions s'est traduit par un très léger resserrement des écarts de crédit de 5 bps pour les AAA super-senior de courte durée.

Fixed Rate (Conduit)	Avg. Life	Spread (bp)		
		6/9	Week Earlier	52-wk Avg.
AAA	5.0	S+199	S+194	+270
	10.0	S+384	S+412	+494
AA	10.0	S+2,615	S+2,535	+3,024
A	10.0	S+3,136	S+3,061	+3,711
BBB	10.0	T+4,414	T+4,429	+5,335

ASKING SPREADS OVER TREASURYS

10-year loans with 50-59% LTV

	Month	
	6/4	Earlier
Office	233	257
Retail	225	244
Multi-family	211	230
Industrial	223	243

Source: Trepp

Source: CMA, June 11^e, 2010