

INTÉRÊT TRIMESTRIEL

POINT DE VUE

RÉTROSPECTIVE 2008 : UNE ANNÉE D'EXCEPTIONS

L'année 2008 aura été ponctuée de plusieurs faits marquants. Et des exceptions il y en a eu, tant au niveau politique, social que financier.

Au premier chef, signalons l'élection de Barack Obama à la présidence des États-Unis. Le président-élu n'aura pas la tâche facile alors que l'économie de son pays a amorcé l'année en récession qui se poursuivait toujours au moment de son inauguration. Mais les États-Unis ne sont pas le seul pays dont l'économie connaît des ratés puisque le Japon et la zone euro ont aussi succombé. La Banque du Canada affirmait même que l'économie du pays entrait en récession le 9 décembre dernier alors qu'elle abaissait le taux directeur de 75 points centésimaux. L'ampleur de cette baisse tranche avec son habitude de limiter les changements au taux directeur à 25 points centésimaux.

La Banque du Canada n'est pas la seule banque centrale à y aller de mesures draconiennes. La Réserve fédérale des États-Unis a annoncé qu'elle maintiendrait le taux-cible des « fed funds » entre 0 et 0,25 %, bien entendu son niveau le plus bas. Même l'intransigeante Banque centrale européenne abandonnait son dogmatisme anti-inflationniste pour redonner du souffle à son économie. La plupart des banques centrales de la planète, y compris celles de pays en développement, ont agi en fonction de la croissance économique au détriment de l'inflation.

Il faut dire qu'après la poussée des prix qui culmina en milieu d'année, le taux d'inflation a chuté suivant surtout la voie des cours des produits de base. Rappelons que le prix du pétrole brut a atteint un sommet de tous les temps de 147 \$ en juillet dernier avant de dégringoler, autre victime de la récession annoncée.

Cette conjoncture récessionniste, voire dépressionniste, a précipité les cours boursiers en forte baisse; le S&P 500 reculait de 37 % et le S&P TSX perdait 33 %, des reculs rappelant ceux de la dépression des années 1930. Au Canada, la chute vertigineuse des cours des produits de base de même que les conséquences appréhendées de la crise du crédit a plombé notre indice boursier phare. Aux États-Unis, la crise du crédit a révélé la précarité du système financier, du marché immobilier résidentiel et a entraîné la disparition de

plusieurs institutions financières. Plusieurs entreprises industrielles, notamment les constructeurs automobiles, sont au bord du gouffre.

L'hécatombe boursière a poussé les investisseurs à chercher refuge dans les titres obligataires de référence, soit ceux émis par les gouvernements centraux. Bien que demeurant bas tout au long de l'année, la détérioration de la conjoncture économique a amené les taux d'intérêt pour l'ensemble des échéances à des niveaux jamais vus. Le 31 décembre dernier, une obligation fédérale de 30 ans procurait un maigre rendement à l'échéance de 3,54 % au Canada. Aux États-Unis, c'était encore moindre alors que le rendement à l'échéance d'un titre de 30 ans baissait jusqu'à 2,68 %.

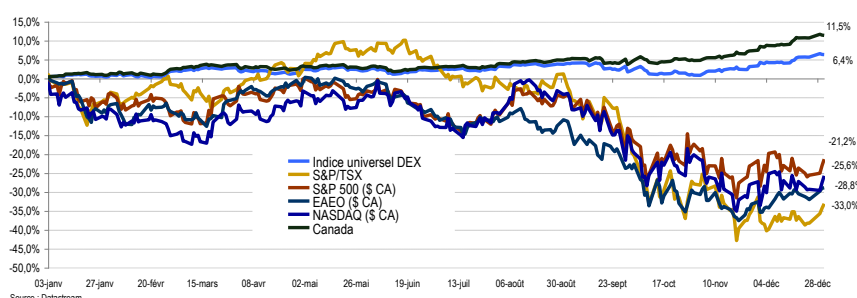
Si les investisseurs ont été friands d'obligations de référence, on peut affirmer qu'ils ont boudé, voire ont été allergiques aux titres de crédit (obligations provinciales, de sociétés, même d'agence fédérale). En effet, les écarts de rendement des obligations de sociétés ont augmenté pour atteindre un niveau situé à plus de six écarts-type à leur moyenne, un événement exceptionnel puisque les probabilités qu'il se produise sont de 3 %.

L'indice DEX Univers a dégagé un rendement de 6,41 % pour l'ensemble de 2008 propulsé par la baisse des taux des obligations de référence comme en témoigne le rendement de 12,09 % des obligations du gouvernement du Canada alors que les émissions provinciales et de sociétés procuraient des rendements de 5,31 % et de 0,23 %.

La gravité de la situation a interpellé les gouvernements afin qu'ils volent d'abord au secours de leurs entreprises financières puis à l'aide de leurs plus grandes entreprises commerciales. Le gouvernement du Canada, minoritaire et nouvellement élu, aura cependant eu besoin d'une menace de renversement et du recours à la prorogation du Parlement, une première dans ces circonstances depuis 1926, pour comprendre l'urgence de la situation. En général, les gouvernements ont rivalisé d'ingéniosité pour restaurer la liquidité de leur système financier et la confiance des banques entre elles. Les plus importantes de ces interventions n'ont pourtant pas eu lieu dans des pays à tradition socialiste, mais bien dans l'antre du capitalisme, soit aux États-Unis. Après des années de capitalisme débridé, on a ressuscité Keynes.

Oui, ce fut vraiment une année d'exceptions!

Évolution cumulative des différents marchés financiers entre le 31 décembre 2007 et le 31 décembre 2008



Source : Datastream

POINT DE VUE (SUITE)

2009 : RETOUR TRÈS GRADUEL VERS LA NORMALE

Les économies et les marchés financiers se réveillent donc en 2009 en considérant l'ampleur des dégâts laissés par 2008. Le début de l'année s'annonce difficile alors que l'incertitude plane toujours quant au succès des nombreuses interventions visant le redressement des économies. Il en résulte cependant au moins une certitude; les gouvernements, après des années de rigueur budgétaire, retourneront en déficit. On peut donc dire qu'ils prendront le relais du secteur privé comme locomotive de l'économie sur la voie d'une conjoncture difficile.

Autrefois fer de lance de la croissance économique, le secteur privé, particulièrement dans sa composante de la consommation des ménages, marquera le pas cette année. En effet, après des années de consommation effrénée bien souvent financée par emprunts, surtout aux États-Unis, les ménages demeureront discrets cette année. Cette discrétion sera en outre justifiée par les difficultés du marché du travail qui poursuivra sa contraction aux États-Unis. Au Canada, le marché du travail devrait perdre du terrain en 2009 pour la première fois depuis 1992. Les ménages devraient cependant pouvoir compter sur la générosité retrouvée des gouvernements qui allégeront le fardeau fiscal des contribuables.

Les ménages et les entreprises réduiront donc leurs dépenses. La pression sur les prix émanant de la demande devrait donc s'atténuer en 2009. De plus, l'accalmie des cours des produits de base contribuera aussi à maintenir la croissance de l'indice des prix à la consommation (IPC) près de la borne inférieure de la cible de la Banque du Canada. Notons toutefois que l'effet de la baisse de la TPS tout au long de 2008 disparaîtra de l'IPC augmentant ainsi le taux d'inflation de 0,6 %. Le taux d'inflation au Canada devrait donc se situer près de 1,5 % en 2009.

Les prévisions des organisations telles le Fonds Monétaire International (FMI) et l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) annoncent une faible croissance de l'économie mondiale en 2009, soit près de 2 %, un taux de croissance qui signifie que l'ensemble de la planète est entré en récession. Même les pays en développement afficheront des taux de croissance en baisse alors que les pays industrialisés reculeront globalement. C'est donc dire qu'il sera difficile pour les économies des pays développés de compter sur les pays en développement pour se sortir de leur mauvaise posture.

Il n'existe donc pas de solution rapide et miracle pour régler les déséquilibres qui se sont constitués au fil des années. La crise du crédit, à laquelle s'est ajoutée une crise de liquidité, a ébranlé les fondements du système

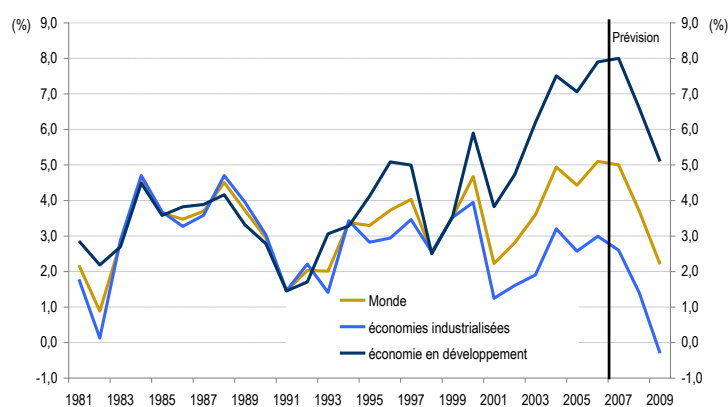
financier mondial et les gouvernements feront bien de prendre leur temps pour implanter les correctifs réglementaires adéquats dans une perspective de plus long terme.

Dans ce contexte, les données de croissance économique pour les États-Unis traduiront la récession. Le PIB des États-Unis affichera une décroissance de 1,5 %. La contraction sera plus évidente en première partie d'année alors que les incitatifs fiscaux produiront davantage d'effet vers la fin de l'année.

Quant au Canada, les excès de consommation et d'endettement ont été moindres que chez nos voisins du sud. Il sera toutefois difficile d'échapper complètement à la récession qui frappe notre plus grand partenaire commercial si bien qu'il y aura bien peu de croissance pour l'ensemble de l'année. Nous estimons que le PIB augmentera de 0,3 % en 2009.

Après la violence du choc en 2008, nous nous attendons à ce que la conjoncture se stabilise à la fin de 2009 avant d'entrevoir un retour à des conditions plus normales en 2010. Nous vous invitons à consulter la section portant sur la stratégie pour voir comment cette conjoncture se traduira en stratégie de gestion.

Estimation de la croissance du FMI



Source: FMI, novembre 2008

Scénario économique - 2009

Prévisions	2007	2008	2009 ^p
Canada			
PIB réel	2,7%	0,8% ^e	0,3%
Inflation (IPC)	2,1%	2,3% ^e	1,4%
Chômage	6,0%	6,2%	6,8%
États-Unis			
PIB réel	2,0%	1,3% ^e	-1,5%
Inflation (IPC)	2,9%	4,0% ^e	3,0%
Chômage	4,6%	5,7%	8,0%

p: prévision

e: estimation

COMMENTAIRES ÉCONOMIQUES

International

C'est officiel, l'économie de l'Union économique et monétaire (la zone euro) est entrée en récession au troisième trimestre. Après une contraction annualisée de son PIB de 0,7 % au deuxième trimestre, l'économie de la zone euro s'est de nouveau repliée de 0,8 % au trimestre suivant. Le tassement de l'activité économique et la baisse du taux annuel d'inflation à 2,1 % en novembre ont poussé la Banque centrale européenne à baisser son taux directeur de 1,75 % au cours du trimestre traduisant un changement de cap de la politique monétaire de l'inflation vers la croissance.

La conjoncture se dégrade aussi en Asie. L'économie du Japon est également officiellement entrée en récession au troisième trimestre et la Banque du Japon a abaissé son taux directeur à deux reprises pour s'approcher à 0,1 % du plancher de zéro. Le taux de croissance en Chine a faibli atteignant 9 % au troisième trimestre ce qui était quand même assez inquiétant pour que la Banque du Peuple de Chine abaisse son taux directeur de 1,35 % au cours du trimestre.

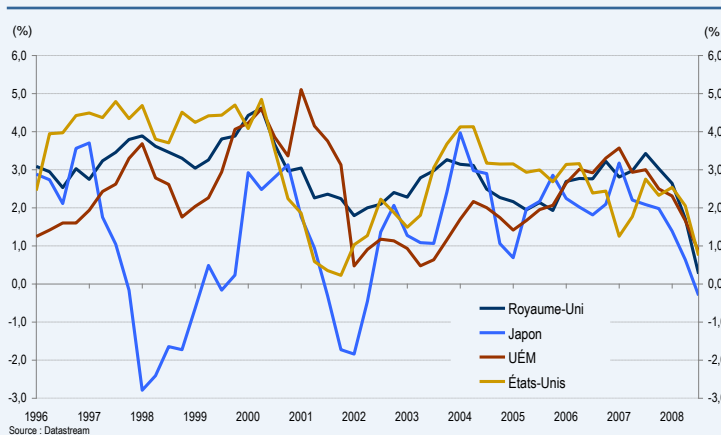
États-Unis

Il se sera perdu près de 2,5 millions d'emplois aux États-Unis au cours de l'année 2008 alors que les entreprises allégeaient leurs listes de paye pour affronter le ralentissement. C'est d'ailleurs en grande partie le comportement du marché du travail qui a convaincu le National Bureau of Economic Research à décréter en décembre 2008 que la récession avait commencé en janvier 2008. Rappelons que les emplois ont diminué pour chacun des mois de 2008.

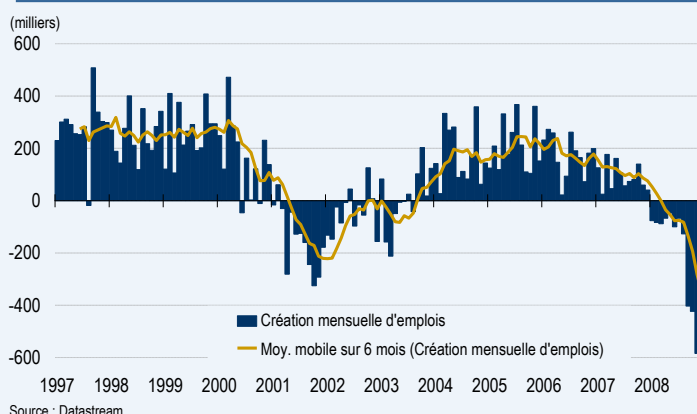
Après avoir tenu jusqu'au troisième trimestre, les ménages ont finalement capitulé dans le dernier droit de l'année. Les ventes au détail se sont repliées en septembre, octobre et novembre venant confirmer le sombre portrait des ménages amorcé par l'effondrement du marché immobilier résidentiel qui se poursuit toujours.

Les ventes de véhicules automobiles neufs ont reculé de 18 % en 2008, soit la pire année depuis 1980. Le sort des constructeurs automobiles des États-Unis demeure incertain malgré l'intervention du gouvernement pour les aider à survivre temporairement. Ces interventions s'ajoutent aux nombreux gestes posés par le gouvernement des États-Unis dans l'espoir d'atténuer l'ampleur de la récession. Même avant les mesures qui seront annoncées par la nouvelle administration en janvier, qu'on estime à plus d'un milliard de dollars, le gouvernement fédéral se dirigeait vers un déficit de 438 milliards \$.

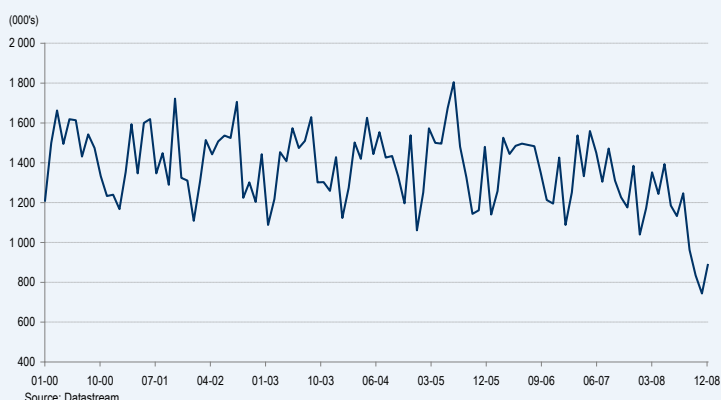
Produit intérieur brut
variation annuelle



Création d'emplois aux États-Unis
selon l'enquête auprès des entreprises non agricoles



Total de ventes des véhicules
États-Unis



COMMENTAIRES ÉCONOMIQUES (SUITE)

Canada

Pour un deuxième trimestre consécutif, l'activité économique a progressé au Canada quoique faiblement. Après une progression de 0,6 % au deuxième trimestre, le PIB augmentait de 1,3 % au troisième trimestre en termes annualisés. Suite aux commentaires de la Banque du Canada qui annonçait l'entrée du Canada en récession, on peut s'attendre à ce que la croissance pour 2008 soit moindre que la progression annuelle de 1 % affichée après les trois premiers trimestres.

Malgré le recul du quatrième trimestre, l'emploi au Canada aura fini l'année 2008 en hausse de 1,4 %. Le ralentissement de la cadence vers la fin de l'année annonce une année difficile en 2009. Notons que la création relativement soutenue de l'emploi dans un contexte de rareté relative de la main-d'œuvre a résulté en la croissance du salaire horaire moyen de 4,5 % en 2008.

La bonne tenue relative du marché du travail a sans doute appuyé la croissance des ventes au détail qui s'établissait à 4,7 % pour les dix premiers mois de l'année en termes nominaux et à 3,8 % en termes réels. Les ménages canadiens ont donc contribué à la vigueur de la demande intérieure.

Après avoir atteint un sommet de 3,5 % en août, le taux annuel d'inflation mesuré par l'indice d'ensemble est retombé à 2 % en novembre. Le taux d'inflation tendancielle, mesuré par l'indice de référence, a adopté un comportement différent passant les dix premiers mois sous 2 % avant de remonter à 2,4 % en novembre.

Après la valse-hésitation qui a suivi les élections fédérales d'octobre dernier et qui a été déclenchée par l'énoncé économique et financier de novembre, le gouvernement fédéral a prorogé la session pour lui permettre de présenter un budget vraisemblablement plus expansionniste en début d'année 2009. Le Ministre des Finances a déjà concédé que l'exercice qui se terminera en mars 2009 se soldera par un déficit.

INDICATEURS ÉCONOMIQUES

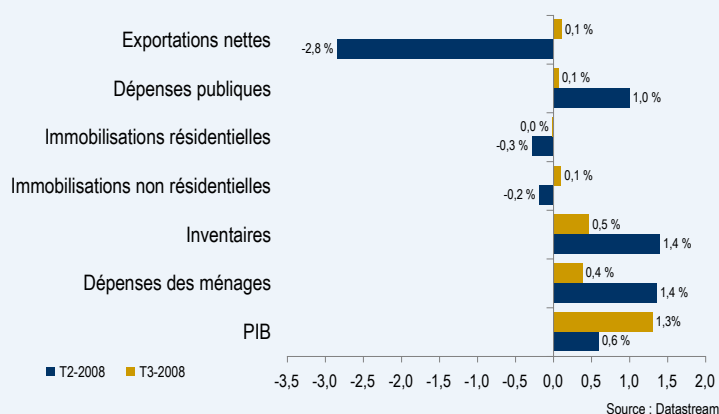
(variation annuelle en %)*

	ÉTATS-UNIS		CANADA	
	2007	2008	2007	2008
PIB RÉEL	2,0	1,8	2,7	1,0
TAUX DE CHÔMAGE **	4,6	5,8	6,0	6,1
INFLATION	2,9	4,2	2,1	2,5
VENTES AU DÉTAIL	4,2	0,6	5,8	4,7
PRODUCTION INDUSTRIELLE	1,7	-1,2	0,2	-3,6
UTILISATION DE LA CAPACITÉ **	81,0	78,7	81,6	77,9
EXPORTATIONS DE BIENS	12,3	17,0	2,1	7,0
IMPORTATIONS DE BIENS	5,7	12,0	2,7	6,3

* Plus récentes données cumulatives (au 9 janvier 2009)

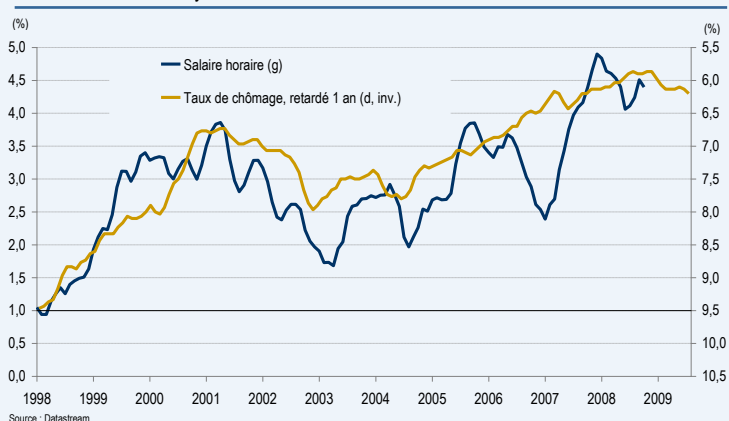
** Moyenne

Sources de la croissance au Canada

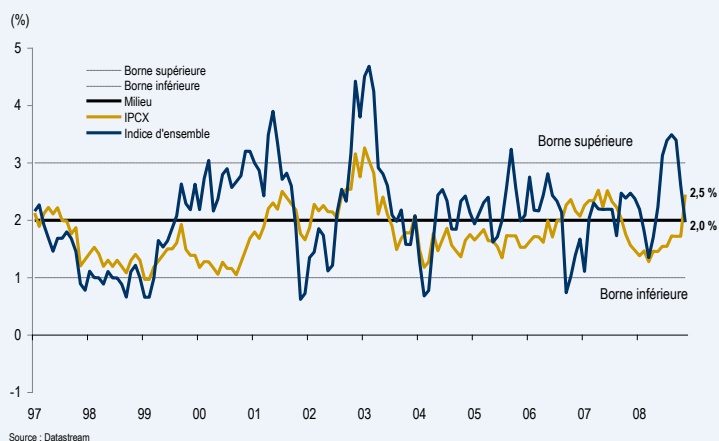


Salaire horaire et taux de chômage - Canada

variation annuelle - moyenne mobile de trois mois



Taux annuels d'inflation au Canada



COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS

Politiques monétaires et tendance des taux

Dans un trimestre où l'on a atteint des sommets aux chapitres de la volatilité et des interventions gouvernementales, où les marchés financiers ont établi des records, etc., les banques centrales du monde ont occupé, elles aussi, l'avant-scène. Partout, le même message s'est fait entendre : les perturbations croissantes ont sapé les perspectives économiques mondiales et ont exigé sans doute une action énergique de la part des autorités monétaires. Et elle le fut. Le 8 octobre, les banques centrales de six grands pays coordonnèrent leur action en sabrant leur taux directeur respectif de 50 points centésimaux. Résultat : le taux des fonds fédéraux fut ramené à 1,5 % et le taux de financement à un jour de la Banque du Canada à 2,5 %. La Chine retrancha également 27 points centésimaux à son taux directeur. Avant l'annonce, l'écart de taux entre les bons du Trésor et les eurodollars, écart TED, avait atteint un nouveau sommet à 391,5 points, signe que l'adoption du TARP (Troubled Asset Relief Program) et la décision de la Fed d'acheter du papier commercial n'avaient pas produit l'impact souhaité. Les baisses de taux ont été suivies de l'opération de sauvetage orchestrée par le G7.

Deux semaines plus tard, la Banque du Canada retranchait 25 autres points à son taux directeur, invoquant la récession aux États-Unis. La semaine suivante, le taux directeur de la Fed baissait de 1 %, égalant les creux atteints entre juin 2003 et juin 2004.

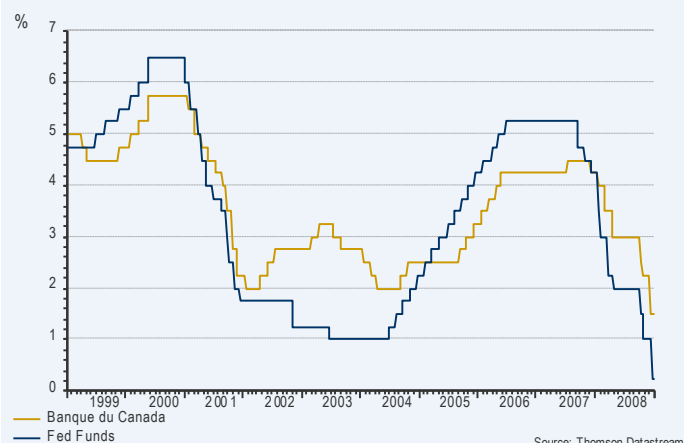
Pendant le trimestre, le Trésor américain, la Réserve fédérale et d'autres organismes étrangers du même type ont dévoilé des mesures additionnelles pour résoudre la crise mondiale du crédit, tel l'achat de titres adossés à des actifs par le biais du programme TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility). Début décembre, le président de la Fed, Ben Bernanke, évoquait même la possibilité d'acheter des obligations gouvernementales et des titres d'agences de long terme afin d'abaisser les taux d'intérêt et hypothécaires de long terme.

Le 9 décembre, la Banque du Canada sabrait 75 points à son taux de financement à un jour pour le ramener à 1,5 %, son niveau le plus bas depuis 1958, ajoutant qu'il y aurait d'autres stimulants monétaires au besoin. La Banque a également indiqué que l'économie canadienne « entre à présent en récession ». À la mi-décembre, la Fed établissait, pour le taux des fonds fédéraux, une fourchette de 0 % et 0,25 %. Son communiqué précisait que « tous les outils disponibles visant à promouvoir le retour d'une croissance économique durable et à préserver la stabilité des prix » seraient utilisés. Le comité a également souligné que le taux des fonds fédéraux demeurerait sans doute exceptionnellement bas pendant un bon moment.

La dernière phrase du communiqué du comité FOMC résume assez bien la position que semblent adopter bon

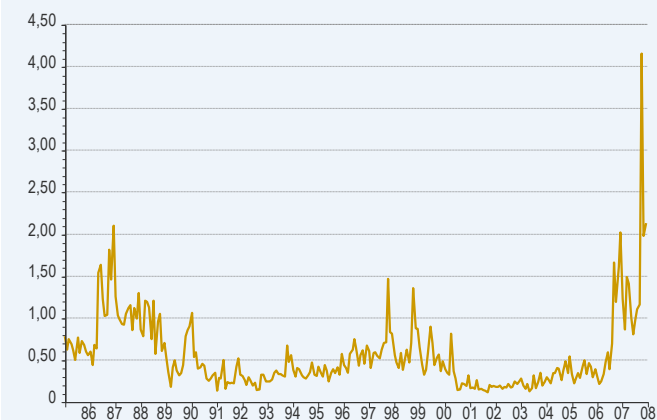
nombre de gouvernements et de banques centrales : « nous continuerons d'envisager des moyens d'utiliser nos ressources financières pour apporter un soutien supplémentaire aux marchés du crédit et à l'économie ». Essentiellement, la Fed et d'autres prendront toutes les mesures qui s'imposent, ignorant les craintes d'inflation et la qualité ou la taille des bilans ou des déficits.

Taux directeurs des politiques monétaires nord-américaines

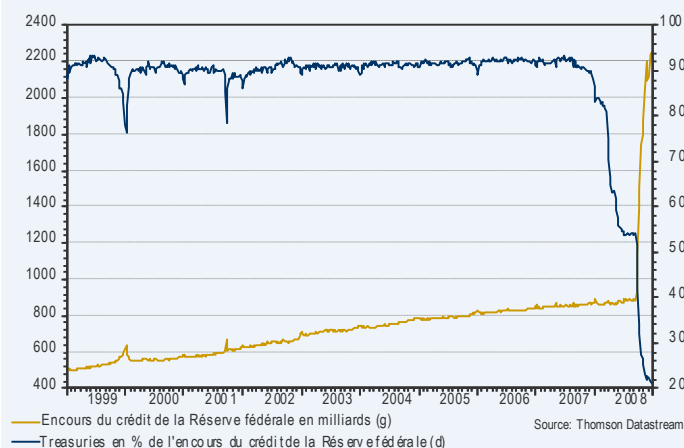


Marché Interbancaire aux États-Unis

taux LIBOR 3 mois - taux bons du Trésor 3 mois (estimation de l'écart TED)



La Réserve fédérale accroît son bilan mais il devient plus risqué



COMMENTAIRES SUR LES MARCHES (SUITE)

Les taux d'intérêt se sont effondrés en fin d'année 2008. Des politiques monétaires historiquement accommodantes, l'intervention soutenue des gouvernements à travers le monde pour contrer les maux du système financier et les récessions annoncées en Amérique du Nord et en Europe ont permis aux taux de battre les niveaux records établis au cours du trimestre précédent.

Le rendement relié à la chute vertigineuse des taux d'intérêt a cependant été effacé en grande partie par la contre-performance des crédits gouvernementaux et des sociétés au cours de la période. Ainsi, l'indice obligataire DEX procurait un rendement de 4,50 % du 30 septembre au 31 décembre. C'est l'indice de long terme qui procurait le meilleur rendement de l'indice universel avec 5,21 %. Ce rendement se comparait à 4,30 % pour l'indice court terme et à 4,25 % pour le rendement de l'indice moyen terme.

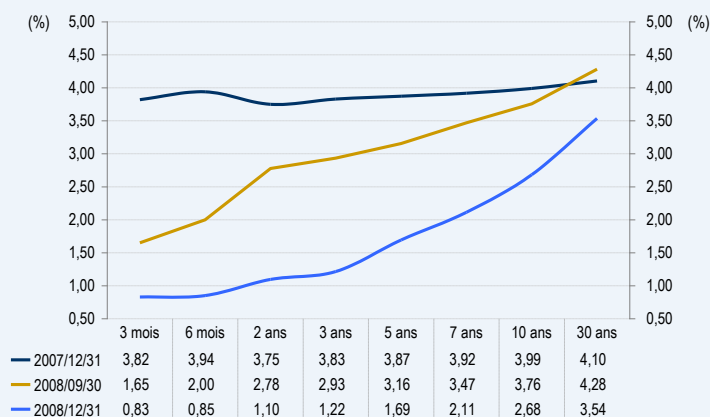
Pour l'ensemble de l'année 2008, la sous-performance des crédits a aussi effacé une grande partie des gains générés par la baisse des taux. C'est le secteur de court terme qui termine premier avec un rendement de 8,55 %, suivi par le secteur de moyen terme et le secteur de long terme avec des rendements respectifs de 7,01 % et 2,66 %. L'indice universel DEX termine l'année 2008 avec un rendement de 6,41 %.

Aux États-Unis, les taux ont diminué pour l'ensemble des échéances en 2008 et surtout au dernier trimestre. Les taux de 2 ans passaient de 1,96 % à 0,76 % du 30 septembre au 31 décembre, une diminution de 120 points centésimaux, et de 229 pour l'année. Les taux de 5, 10 et 30 ans s'établissaient à 1,55 %, 2,21 % et 2,68 % en fin d'année. Les variations au cours du trimestre étaient respectivement de -142, -161 et -163 points centésimaux. Elles représentaient une très grande portion des variations annuelles qui étaient de -189, -181 et -178 points centésimaux.

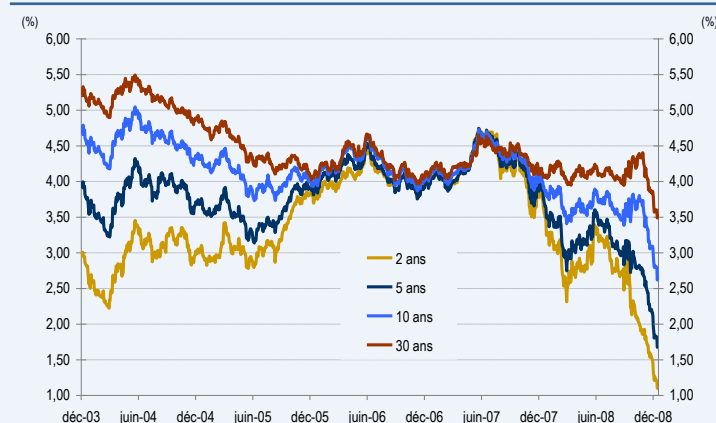
Au cours du trimestre, l'écart entre les taux de 2 et de 30 ans s'est accentué de 77 points centésimaux pour atteindre 312 points centésimaux le 13 novembre. Il connaissait un aplatissement de 140 points centésimaux dans la seconde partie du trimestre pour s'établir à 172 points centésimaux le 31 décembre.

Au Canada, le trimestre a été marqué par une diminution rapide des taux de court terme tandis que les taux de long terme atteignaient à la fois leur sommet (4,40 %) et leur bas de l'année (3,49 %). Pour le trimestre, cela représentait un intervalle de 91 points centésimaux, soit la plus grande fluctuation annuelle du taux de 30 ans depuis 2003. À ce compte, l'ensemble des taux a fluctué dans des plages plus élevées que leur moyenne historique des dix dernières années.

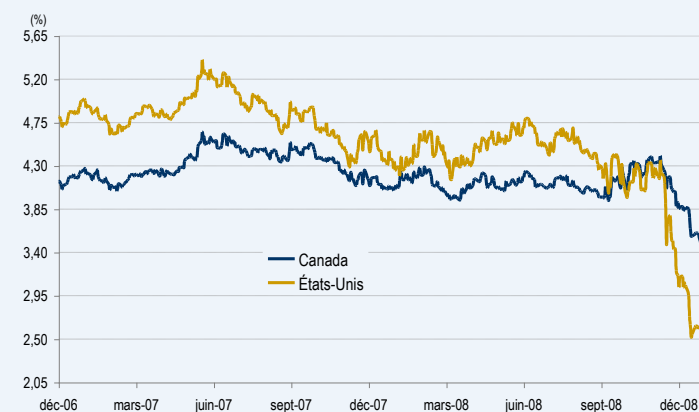
Courbes canadiennes de rendement



Évolution des taux obligataires canadiens la courbe se pentifie



Obligations Canada et États-Unis 30 ans décembre 2006 - décembre 2008



COMMENTAIRES SUR LES MARCHES (SUITE)

Les niveaux les plus bas étaient de 1,05 % pour le 2 ans, 1,61 % pour le 5 ans et 2,57 % pour le 10 ans. Les variations pour l'ensemble de l'année étaient de -265, -218, -131 et -60 points centésimaux pour les taux de 2, 5, 10 et 30 ans. L'ampleur de la chute des taux témoigne de la nervosité des investisseurs face à l'économie et aux marchés financiers.

Les taux de 2 ans demeurent ancrés en-deça du taux directeur de la Banque du Canada indiquant l'anticipation par les intervenants de coupures de taux subséquentes.

La courbe de rendement a connu une accentuation très prononcée (90 points centésimaux) au cours du trimestre atteignant 236 points centésimaux entre les taux de 2 et 30 ans. C'est l'écart le plus élevé depuis 2003.

Les obligations canadiennes ont surperformé celles des États-Unis dans le court terme tandis qu'elles les sous-performaient dans les échéances de 10 et 30 ans. Les écarts de 2 et 5 ans diminuaient de 48 et 4 points centésimaux respectivement pour s'établir à 34 et 14 points centésimaux. Les écarts de 10 et 30 ans s'inscrivaient en territoire positif passant respectivement de -6 à 47 points centésimaux et de -3 à 86 points centésimaux entre le 30 septembre et le 31 décembre. Une partie de cette sous-performance provient sans doute de l'allocation d'actifs qui s'est opérée chez les caisses de retraite (diminution des obligations pour augmenter les actions) au moment où la liquidité était anémique.

Les obligations à rendement réel (ORR)

Le taux des ORR canadiennes de long terme a légèrement fléchi au cours du quatrième trimestre, passant de 2,27 % au début du trimestre à 2,15 % à la fin. Comportement similaire aux États-Unis où le taux des ORR de long terme reculait de 26 points centésimaux pour s'établir à 2,39 %. Ainsi, le taux d'inflation anticipée au Canada a fléchi de 62 points centésimaux pour atteindre 1,39 %, se rapprochant de la fourchette inférieure d'inflation de la Banque du Canada. L'inflation anticipée s'est aussi apaisée aux États-Unis passant de 1,79 % à 0,66 % en fin de trimestre.

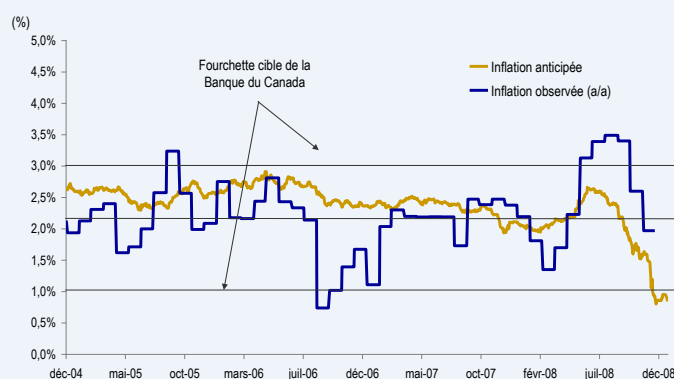
Au quatrième trimestre de 2008, l'indice ORR a enregistré un rendement négatif de -0,37 % comparativement à un rendement de 5,21 % pour l'indice obligataire long terme DEX. Par conséquent, l'indice ORR a effacé la majeure partie des gains accumulés au premier semestre de l'année, dégageant un rendement pour l'année 2008 de 0,42 % contre 2,66 % pour l'indice de long terme. Cette contre-performance des ORR témoigne de l'inquiétude des intervenants de marché face à la crise financière et de ses conséquences déflationnistes.

Écarts de rendement des obligations Canada et États-Unis 10 ans (en points centésimaux)



	Taux de rendement (%)			Variation (p.c.)	
	31-déc-08	30-sept-08	31-déc-07	T4-2008	2008
Canada					
3 mois	0,83	1,65	3,82	-82	-299
2 ans	1,10	2,78	3,75	-168	-265
5 ans	1,69	3,16	3,87	-147	-218
10 ans	2,68	3,76	3,99	-108	-131
30 ans	3,54	4,28	4,10	-74	-56
États-Unis					
3 mois	0,03	0,79	3,16	-76	-313
2 ans	0,76	1,96	3,05	-120	-229
5 ans	1,55	2,98	3,44	-143	-189
10 ans	2,21	3,82	4,02	-161	-181
30 ans	2,68	4,31	4,45	-163	-177
Écarts de rendement Canada/É.U. (p.c.)					
3 mois	80	86	66	-6	14
2 ans	34	82	70	-48	-36
5 ans	14	18	43	-4	-29
10 ans	47	-6	-3	53	50
30 ans	86	-3	-35	89	121

Inflation observée et anticipée par les obligations à rendement réel décembre 2004 - décembre 2008



COMMENTAIRES SUR LES MARCHES (SUITE)

Les obligations provinciales

À nouveau ce trimestre, les obligations provinciales ont connu un sévère élargissement de leur prime de risque. Le rendement du secteur était de 5,06 % comparativement à 8,18 % pour les obligations du Canada. La sous-performance est plus importante dans le secteur de long terme avec 5,15 % comparativement à 11,80 % pour les obligations du Canada. Pour l'année 2008, les titres provinciaux généraient 5,31 % comparativement à 12,09 % pour les obligations du Canada. Dans les secteurs de court, moyen et long termes, le rendement était de 8,91 %, 8,75 % et 2,16 %.

Les écarts des provinces de tous les secteurs de la courbe ont écrit une nouvelle page d'histoire. Au quatrième trimestre, les écarts de 10 ans du Québec et de l'Ontario ont atteint des sommets de 200 et 181 points centésimaux respectivement. C'est ce secteur qui a connu la plus grande hausse au cours du trimestre. Dans le secteur de 30 ans, les écarts ont terminé le trimestre à 147 points pour le Québec, à 124 pour l'Ontario et à 123 pour la Colombie-Britannique, soit des élargissements de 47 pour le Québec, de 40 pour l'Ontario et de 43 pour la Colombie-Britannique.

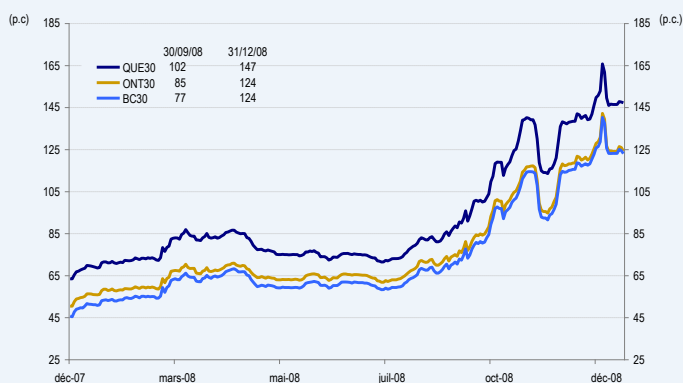
La piètre performance des obligations provinciales est attribuable à une demande faible pour ces titres dans la crise de liquidité qui sévit. Un autre facteur d'importance a été le rééquilibrage des portefeuilles entraînant entre autres, la vente d'obligations provinciales au profit des actions. L'élection au Québec a eu peu d'influence sur les écarts de cette province.

Par ailleurs, les provinces ont poursuivi leur programme de financement sans trop de heurts. Il s'est émis 14,7 milliards \$ au cours du trimestre, une augmentation comparativement au même trimestre l'an dernier (10,6 milliards \$). Mentionnons que la province d'Ontario a procédé à près de 1,5 milliard \$ d'émissions à l'étranger. Autre fait important, la plupart des financements domestiques ont été émis en réponse à des requêtes d'investisseurs (« reverse inquiry »).

La récession et l'aide au secteur automobile laisseront sans doute des traces dans les résultats financiers des gouvernements provinciaux. Déjà lors de la perspective économique parue en octobre, l'Ontario anticipait un déficit de 500 millions \$. De son côté, la Ministre des finances du Québec devra « piger dans sa sacoche » (i.e. faire appel au fonds de réserve prévu à cette fin) pour arriver à équilibrer son budget.

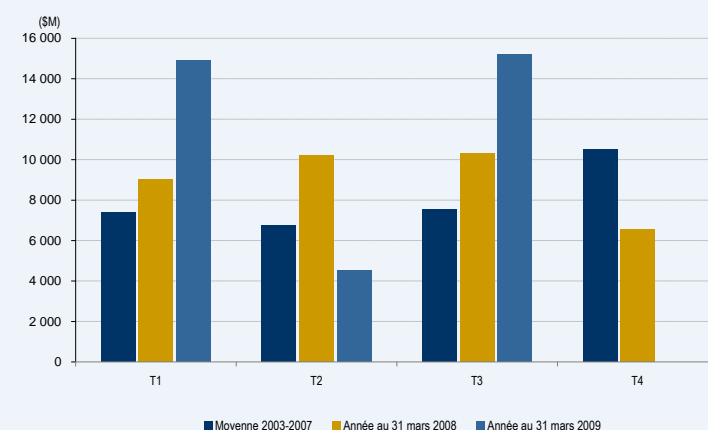
Les obligations des agences fédérales ont aussi procuré un rendement inférieur aux titres du gouvernement canadien (6,31 % vs 8,18 %). Toutefois, c'est plutôt la durée courte de ces titres qui justifient leur rendement plus faible. Les titres d'agence du secteur de court terme ont surperformé de 1,05 % ceux du Canada de court terme (6,16 % vs 5,11 %).

Évolution des écarts de provinces 30 ans vs Canada
décembre 2007- décembre 2008



	Écarts de rendement (p.c.)			Variation	
	31-déc-08	30-sept-08	31-déc-07	T4-2008	2008
Québec/Canada					
5 ans	130	86	43	44	87
10 ans	174	104	56	70	118
30 ans	147	100	64	47	84
Ontario/Canada					
5 ans	119	83	40	36	79
10 ans	155	100	48	56	108
30 ans	124	84	51	40	74
C.-B./Canada					
5 ans	124	78	38	47	86
10 ans	148	83	40	65	107
30 ans	123	80	46	43	77
yankees/ "US Treasuries"					
Qc 30 ans	112	92	67	20	45

Nouvelles émissions par trimestre



COMMENTAIRES SUR LES MARCHES (SUITE)

Les obligations de sociétés

Le marché canadien des obligations de sociétés a connu un quatrième trimestre extrêmement tumultueux. L'économie réelle s'est détériorée après la faillite de Lehman Brothers et la crise subséquente qui a secoué les marchés mondiaux du crédit. L'attention des marchés du crédit s'est alors tournée vers les sociétés susceptibles d'avoir plus de mal à traverser une profonde récession. De plus, ils ont réagi au changement de cap des caisses de retraite qui, voulant rééquilibrer leurs portefeuilles dans un contexte où l'accès au crédit était déjà difficile, ont favorisé les actions.

Aux États-Unis, les institutions financières ont fait appel au programme de sauvetage du gouvernement, émettant pour plus de 112 milliards \$ de titres de créance garantis par l'État. Au Canada, les banques ont sauté sur l'occasion de vendre au gouvernement des prêts hypothécaires évalués à 25 milliards \$ à des prix attractifs. Ce plan de sauvetage a été bonifié à 75 milliards \$ et prévoit d'autres mesures, telles que la possibilité pour les banques canadiennes d'émettre des titres de créance garantis par l'État afin qu'elles puissent continuer d'avoir accès à des liquidités à bas prix.

Le 17 décembre, les marchés du crédit de la planète ont appris avec stupéfaction que la Deutsche Bank devenait la première grande banque de l'histoire à ne pas racheter des obligations subordonnées à la date prévue. La plupart des obligations subordonnées ont une échéance fixe de cinq ou dix ans, qui peut habituellement être prorogée de cinq ans à un taux variable. L'action de la banque allemande a eu un impact considérable sur les écarts de crédit des créances subordonnées des banques dans le monde entier, notamment au Canada où les écarts se sont élargis de plus de 100 points centésimaux. Les intervenants du marché surveilleront de près les prochaines échéances pour déterminer s'il s'agit du cas isolé d'une banque en difficulté ou de la nouvelle réalité du marché.

Au Canada, les écarts se sont considérablement élargis au quatrième trimestre. Les écarts bancaires génériques ont respectivement augmenté de 165, 150 et 145 points centésimaux pour les secteurs de 5 ans, de 10 ans et de 30 ans.

La courbe bancaire générique a clôturé le quatrième trimestre à 450, 465 et 465 points respectivement pour les secteurs de 5 ans, de 10 ans et de 30 ans. Depuis décembre 2007, les écarts bancaires génériques se sont respectivement élargis de 325, 317 et 317 points pour ces trois secteurs. Le niveau actuel des écarts à l'émission indique une probabilité de défaut de près

de 9 % et un taux de recouvrement nul de la dette subordonnée des six grandes banques canadiennes pour les cinq prochaines années. Selon nous, il est fort improbable qu'un tel scénario se réalise; nous croyons donc que ces obligations représentent une valeur très alléchante.

Vu l'élargissement des écarts de crédit, les obligations de sociétés ont rapporté -0,25 % pendant le trimestre, contre +7,40 % pour les obligations du gouvernement du Canada. Par conséquent, leur rendement a faibli à 3,91 % pour les cinq dernières années et à 5,43 % pour les dix dernières, comparativement à 6,38 % et à 6,22 % pour les obligations du Canada, ce qui a effacé la totalité de la surperformance enregistrée par les obligations de sociétés au cours des dix dernières années.

Évolution de l'écart de rendement générique (obligation bancaire de 5 ans)



Écarts de crédit (p.c.) - titres de sociétés	Variation				
	31 déc 08	30 sept 08	31 déc 07	trimestrielle	2008
Banque Royale					
5 ans	450	285	125	165	325
10 ans	465	315	148	150	317
30 ans	465	320	148	145	317
Bell Canada					
5 ans	510	470	330	40	180
10 ans	540	525	375	15	165
30 ans	540	545	400	-5	140
Loblaw					
5 ans	420	340	185	80	235
10 ans	470	390	235	80	235
30 ans	540	470	320	70	220
GTA					
5 ans	360	185	103	175	257
10 ans	370	205	117	165	253
30 ans	370	235	125	135	245
TransCanada Pipelines					
5 ans	385	225	93	160	292
10 ans	420	275	112	145	308
30 ans	460	320	156	140	304

Source : Financière Banque Nationale

COMMENTAIRES SUR LES MARCHES (SUITE)

Les obligations internationales et devises

L'action coordonnée de baisses de taux par les principales banques centrales au début d'octobre allait donner le ton à ce qui devait s'avérer le meilleur trimestre de l'indice international Government Bond Index depuis sa création par JP Morgan en 1991. Poussé aussi par les craintes déflationnistes, les stimuli fiscaux annoncés par bon nombre de gouvernements et l'agressivité de la Réserve fédérale, le GBI a progressé de 6,1 % au cours du dernier trimestre de 2008. Pour l'ensemble de l'année, l'indice a affiché un excellent rendement de 9,2 %.

L'indice GBI couvert contre le risque de fluctuation de devise par rapport au dollar canadien a également connu son meilleur trimestre depuis la création de l'indice, en hausse de 6,4 %. L'indice couvert a terminé l'année 2008 avec des gains de 9,9 %.

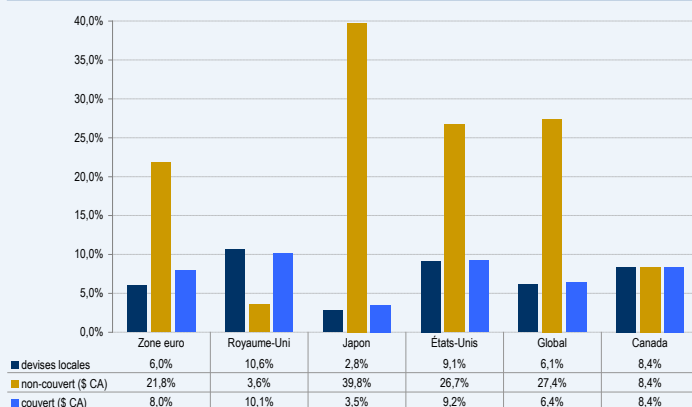
Aidé par l'importante dépréciation du dollar canadien contre la plupart des devises, notamment contre le yen japonais, l'indice GBI non couvert exprimé en dollars canadiens a terminé le trimestre en hausse de 27,4 %. Pour l'ensemble de 2008, l'indice non couvert a généré un rendement exceptionnel de 40,1 %.

Le marché obligataire des États-Unis est évidemment parmi celui qui a le mieux fait au cours du trimestre. En effet, l'agressivité de la Réserve fédérale lors de sa rencontre de décembre (baisse du taux directeur près de zéro, mention de taux bas pour une période prolongée, rachat de titres d'agences américaines et, possiblement, de titres du Trésor de long terme) a aidé le marché à gagner 9,1 % lors du trimestre en devise des États-Unis. Pour l'année 2008, le marché des États-Unis a généré un rendement de 14,3 % en dollars américains.

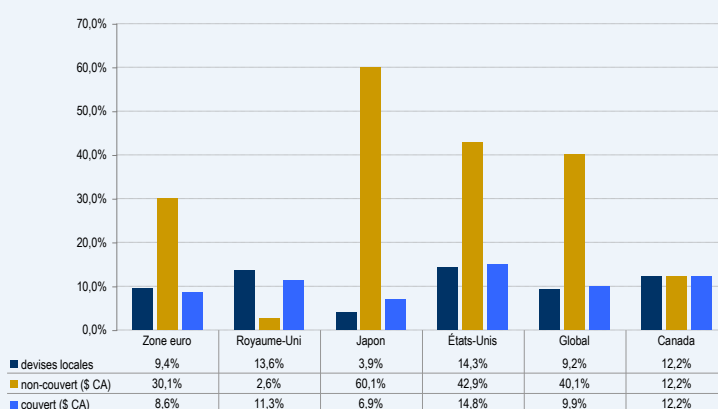
Les marchés obligataires des autres pays dont les banques centrales furent plus agressives dans leurs baisses de taux directeurs sont ceux qui ont progressé davantage lors du quatrième trimestre. Étant donné leurs liens économiques plus étroits avec les États-Unis, les pays du bloc dollar (le Royaume-Uni, le Canada et l'Australie) ont affiché les meilleures performances du trimestre.

Le changement de cap de la Banque centrale européenne qui, après avoir haussé ses taux en juillet, se décidait enfin à les abaisser en octobre, soutenait la plupart des marchés de la zone euro. Les pressions moindres sur les prix ainsi que de nombreuses économies en récession ont permis aux marchés obligataires de progresser de 6,0 % lors du dernier trimestre. Les rendements ont été passablement différents d'un pays à l'autre. Ainsi, la recherche de

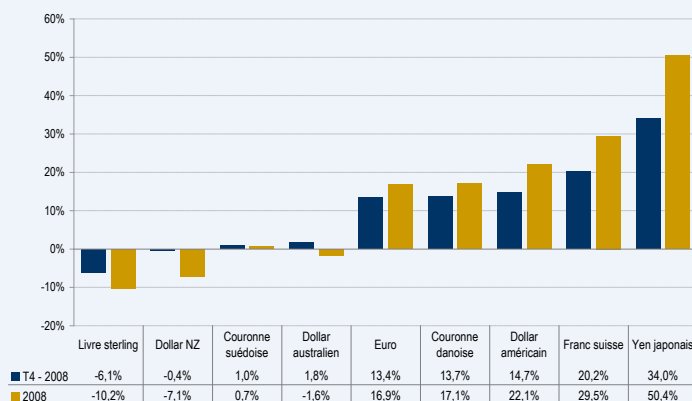
Rendements trimestriels des obligations internationales T4-2008



Rendements annuels obligations internationales 2008



Variation des devises vs le dollar canadien T4-2008



COMMENTAIRES SUR LES MARCHES (SUITE)

qualité par les investisseurs favorisait le marché allemand, en hausse de 7,8 % tandis que les rumeurs d'un possible retrait de la zone euro pesaient sur le marché obligataire italien qui a procuré un rendement de seulement 3,7 %.

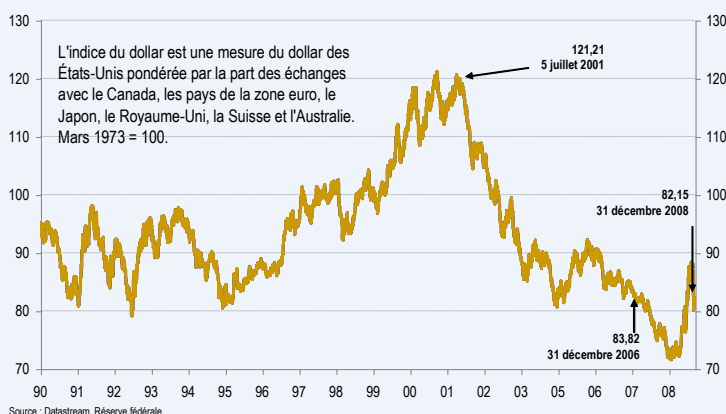
Fortement associé aux prix des produits de base, le dollar canadien s'est déprécié fortement contre la plupart des devises majeures lors du trimestre. Le recul des marchés boursiers, en forçant la fermeture de couvertures de devises exacerbait cette tendance, notamment par rapport au dollar américain. D'un niveau de 0,9407 \$ à la fin de septembre, le huard s'est transigé aussi bas que 0,7682 \$ en novembre pour éventuellement terminer l'année à 0,8204 \$. Le recul de 12,8 % du dollar canadien par rapport au dollar américain sur le trimestre porte sa dépréciation totale à 18,1 % en 2008. C'est contre le yen japonais que le dollar canadien s'est le plus déprécié, -25,4 % pour le dernier trimestre et -33,6 % pour l'ensemble de 2008.

Tout comme c'était le cas entre la fin de juin et la fin de septembre, la réalisation que la crise qui sévit aux États-Unis se transmettait rapidement aux autres économies mondiales a aidé le dollar américain à poursuivre sur sa lancée. La recherche de qualité et la valeur refuge que représentent les titres du Trésor américain ont également soutenu le dollar américain par rapport aux autres devises majeures. Sur la base de l'importance des échanges avec les pays majeurs, le dollar américain s'est apprécié de 2,3 % au cours du trimestre et de 6,0 % pour l'année 2008 complète. Le yen japonais, aidé par la fermeture de transactions à découvert (principalement des « yen carry trades »), a résisté à cette tendance et terminé le trimestre à la hausse de 16,8 %.

Taux directeurs des politiques monétaires (%)

	déc-07	sept-08	déc-08	Variation (p.c.) trimestrielle	Variation (p.c.) annuelle
Canada	4,25	3,00	1,50	-150	-275
États-Unis	4,25	2,00	0,25	-175	-400
Europe	4,00	4,25	2,50	-175	-150
Royaume-Uni	5,50	5,00	2,00	-300	-350
Japon	0,50	0,50	0,10	-40	-40

Indice du dollar des États-Unis (1973 = 100)



Taux de change

	31-déc-07	30-sept-08	31-déc-08	Variation trimestrielle	Variation annuelle
Devise de référence \$ US					
Euro	1,4588	1,4116	1,3964	-1,08%	-4,28%
Dollar canadien	1,0021	0,9407	0,8204	-12,79%	-18,13%
Yen japonais	0,0090	0,0094	0,0110	16,82%	23,09%
Couronne danoise	0,1956	0,1892	0,1876	-0,84%	-4,11%
Livre sterling	1,9864	1,7834	1,4603	-18,12%	-26,48%
Dollar NZ	0,7660	0,6707	0,5827	-13,12%	-23,94%
Dollar australien	0,8756	0,7944	0,7052	-11,23%	-19,46%
Franc suisse	0,8826	0,8922	0,9355	4,85%	5,99%
Couronne suédoise	0,1546	0,1448	0,1275	-11,92%	-17,53%
Devise de référence \$ CA					
Euro	1,4557	1,5005	1,7020	13,43%	16,92%
Dollar américain	0,9979	1,0630	1,2189	14,67%	22,15%
Yen japonais	0,0089	0,0100	0,0134	33,95%	50,36%
Couronne danoise	0,1952	0,2011	0,2287	13,70%	17,13%
Livre sterling	1,9822	1,8958	1,7800	-6,11%	-10,20%
Dollar NZ	0,7644	0,7129	0,7102	-0,38%	-7,09%
Dollar australien	0,8737	0,8444	0,8595	1,79%	-1,63%
Franc suisse	0,8808	0,9484	1,1402	20,22%	29,46%
Couronne suédoise	0,1543	0,1539	0,1555	1,00%	0,74%