

INTÉRÊT TRIMESTRIEL

POINT DE VUE

Le risque en vaut-il la chandelle?

Qui ne risque rien n'a rien. C'est sans doute ce que se disent ces jours-ci les investisseurs en quête de rendement suite à la déconfiture des marchés boursiers en 2008. Après être restés sur la touche durant le premier trimestre à observer le comportement des gouvernements et des banques centrales à peu près partout sur la planète, les investisseurs s'accrochent aux signes d'amélioration de l'économie, si modestes soient-ils, et reviennent en force sur les marchés. Et comme de coutume, ce sont les titres et émetteurs de moins bonne qualité qui semblent avoir la cote.

C'est ainsi qu'après un premier trimestre toujours marqué de scepticisme, les marchés boursiers ont repris leur envol lors des six derniers mois. En effet, le marché boursier canadien affiche un rendement total (incluant les dividendes) de 32,7 % du 1^{er} avril au 30 septembre 2009 après avoir reculé de 2 % au premier trimestre. Aux États-Unis, l'indice S&P 500 en devise locale progressait de 34,0 % ce qui portait son rendement depuis le début de l'année à 19,3 %. Les obligations de sociétés canadiennes avaient déjà tracé la voie en progressant lors de chacun des trimestres de l'année, ce qui porte leur rendement pour les neuf premiers mois à 15,1 % au sein de l'indice Univers et à un spectaculaire 25,5 % pour le sous-indice de long terme. Les investisseurs semblent maintenant avoir repris confiance, eux qui l'an dernier manifestaient une aversion presque complète pour le risque.

Quel est l'élément qui a déclenché le retour soudain de l'appétit pour le risque? Notons d'entrée de jeu que la toile de fond économique semble se stabiliser. La perception que les gouvernements vont tout faire pour ne pas laisser tomber l'économie est donc de nature à rassurer. L'indice VIX¹, indicateur de la volatilité du S&P 500, s'est d'ailleurs replié considérablement depuis son sommet de novembre 2008.

Il faut aussi noter qu'investisseurs et émetteurs profitent de l'accalmie. Pour les investisseurs telles les caisses de retraite, la déconfiture des marchés et la baisse des taux d'intérêt ont creusé un gouffre entre la valeur des actifs et celle du passif. Toute reprise de marché qui contribue à combler cet écart est donc bienvenue.

Pour les émetteurs, le retour au calme relatif des marchés permet de profiter d'une réception plus favorable des investisseurs à leurs besoins de financement, que ce soit sous forme d'obligations ou d'actions. Les rendements des marchés au cours des six derniers mois en sont la preuve. On remarquera que ce sont les titres de plus faible cote qui y ont davantage contribué. En effet, l'indice Russell 2000 des petites capitalisations américaines est en hausse de 71 % depuis mars 2009 après un repli de 55 % dans la crise de crédit. Quant aux obligations à rendement élevé aux États-Unis, après un recul de 26,4 % en 2008 le marché

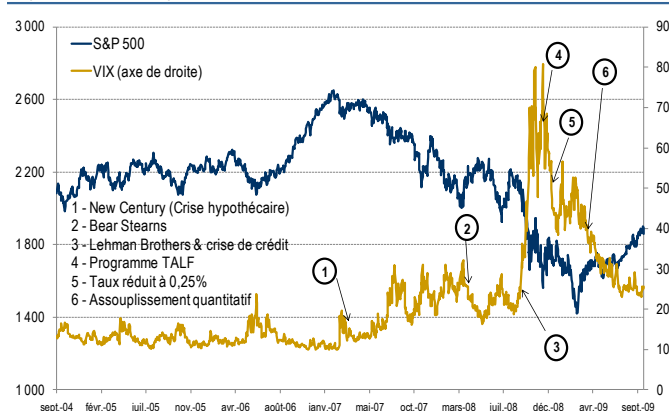
est en hausse de 48,5 % en 2009. Cet engouement pour la pacotille (« dash for trash ») nous laisse cependant songeur et nous amène à réfléchir à la relation entre le risque et le rendement.

Pour mesurer le risque, les investisseurs se rabattent sur des mesures de nature statistique fondées sur des données historiques et des relations dont on suppose la persistance dans l'avenir. Ces mesures sont loin d'être infaillibles et ignorent les facteurs fondamentaux eux aussi déterminants du risque. Les investisseurs tirent aussi sans doute une part de leur confiance récente de la tendance des marchés à retourner vers un niveau « normal ».

Les mesures statistiques traditionnelles sont précieuses pour élaborer une politique de placement à long terme mais peu utiles pour évaluer le risque de placement événementiel, i.e. à court terme. On ne peut substituer les mesures statistiques de risque à l'analyse fondamentale des placements.

Rappelons qu'en période d'instabilité et d'incertitude, même les investisseurs qui maintiennent une stratégie bien définie basée sur l'analyse fondamentale et qui savent résister aux courants d'idées qui ne cadrent pas avec les principes d'une gestion prudente, ne sont pas immunisés contre les tumultes des marchés. Par contre, les placements fondés sur cette approche survivent aux tempêtes et livrent le rendement attendu à long terme

Indices VIX et S&P 500
septembre 2004 - septembre 2009



¹ L'indice VIX est publié par le Chicago Board Options Exchange (CBOE). Il reflète la volatilité anticipée du marché S&P 500 imbriquée dans le prix des options. Durant les chocs financiers et les périodes d'incertitude, le prix des options et l'indice VIX augmentent généralement beaucoup. À mesure que les craintes des investisseurs diminuent, l'indice a aussi tendance à diminuer.

COMMENTAIRES ÉCONOMIQUES

International

Après avoir traversé un profond creux cyclique plus tôt en 2009 l'économie mondiale semble maintenant engagée dans une amorce de reprise dans le sillage de l'économie chinoise. Au deuxième trimestre, l'économie chinoise aurait déjà connu une accélération marquée de sa croissance. Le Fonds monétaire international estime maintenant que sa croissance atteindra 8,5 % en 2009 suite aux mesures spéciales mises en œuvre par les autorités. Ces mesures ont fortement stimulé la consommation des ménages et l'investissement, ce qui a plus que compensé pour la contraction persistante du surplus commercial. De plus, les effets d'entraînement sur les économies limitrophes de l'Asie sont importants. Pour preuve, on constate que l'économie japonaise a elle aussi rebondi au deuxième trimestre avec une croissance de son PIB de 3,7%.

Dans la zone euro, malgré que la croissance consolidée ait régressé de 0,5 % au deuxième trimestre, certaines économies dont celles de la France et de l'Allemagne donnaient déjà des signes de début de reprise avec une croissance légèrement positive de leur PIB.

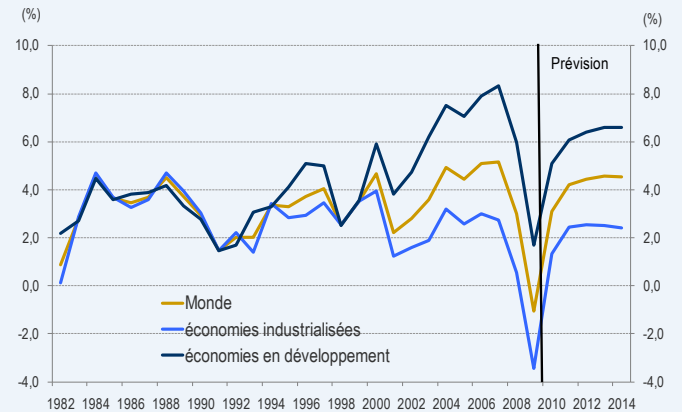
États-Unis

L'économie des États-Unis a continué de se contracter au deuxième trimestre (-0,7 %) mais à un rythme beaucoup moins prononcé qu'au premier trimestre (-6,4 %). Ce ralentissement dans la glissade est surtout venu d'une plus faible contraction des immobilisations et d'une moins forte liquidation des stocks qu'au premier trimestre. La consommation, qui avait connu une faible reprise au premier trimestre, s'est à nouveau repliée au deuxième trimestre. Par contre, l'augmentation des dépenses gouvernementales dans le cadre du programme visant à redresser l'économie a commencé à contribuer positivement à la croissance.

Le rythme mensuel des mises à pied, qui a culminé en janvier dernier à 681 000, a beaucoup ralenti au cours des derniers mois (septembre -263 000). L'immobilier résidentiel, après une chute des prix débutée en 2006 et qui totalisait environ 32 % en mai dernier, s'est stabilisé au cours de l'été. L'activité dans le marché de la revente a repris et le stock de maisons invendues se résorbe graduellement. La confiance du consommateur est remontée par rapport à son creux du premier trimestre mais le niveau actuel reste historiquement faible.

Les programmes gouvernementaux spéciaux pour stimuler les ventes d'automobiles et l'achat de maisons semblent avoir réussi à stimuler temporairement la demande au troisième trimestre mais le consommateur américain ne revient dans la partie qu'à pas feutrés. Il est plausible qu'une reprise modérée de la croissance ait débuté au cours de l'été mais sa vigueur et sa durabilité sont encore très incertaines.

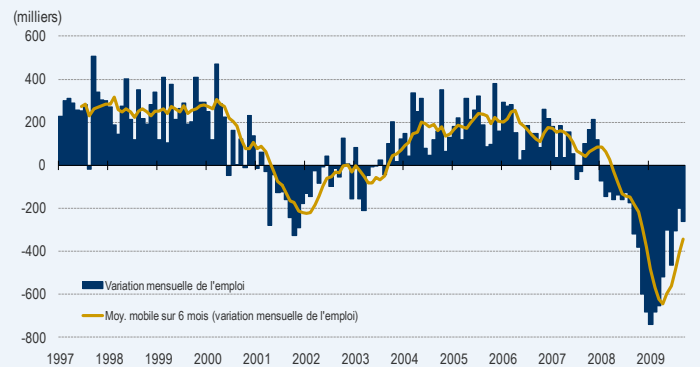
Prévision de croissance - FMI



Source: FMI, octobre 2009

Variation de l'emploi aux États-Unis

selon l'enquête auprès des entreprises non agricoles



Source: Datastream

Taux d'épargne - États-Unis

en % du revenu disponible



Source: Datastream

COMMENTAIRES ÉCONOMIQUES (SUITE)

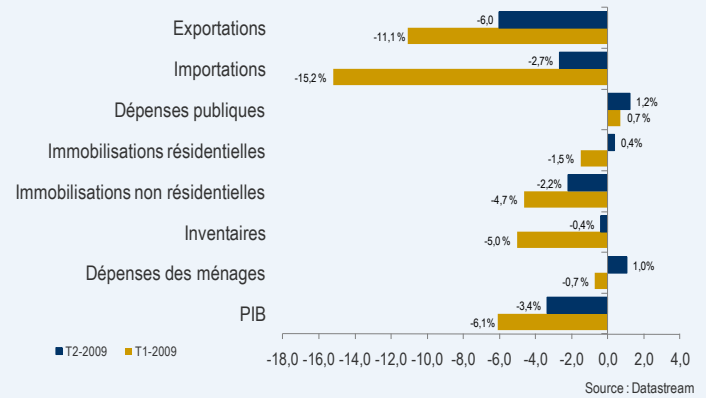
Canada

Le deuxième trimestre a démontré à quel point l'économie canadienne dépend du commerce international. En effet, même si la demande finale au Canada avait déjà recommencé à croître (+0,1 %) pendant le trimestre, le PIB canadien a reculé de 3,4 %, résultat d'une autre forte liquidation des stocks de marchandises et d'un repli marqué des exportations. La baisse des exportations était particulièrement forte pour celles destinées aux États-Unis, notamment les biens industriels et les produits de l'énergie.

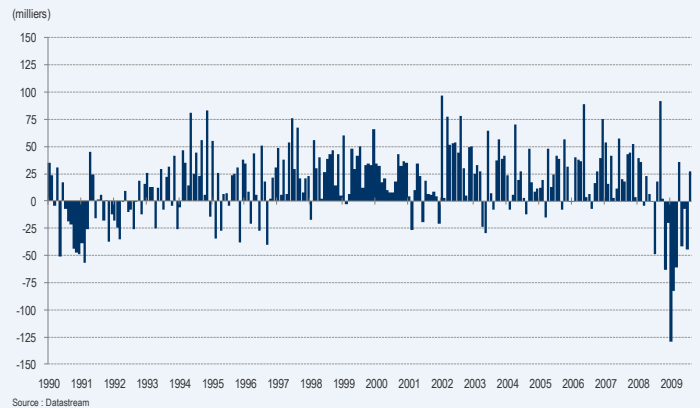
Trois raisons principales expliquent la reprise de la demande intérieure. Notre marché immobilier n'a pas souffert autant que celui des États-Unis : les prix ont beaucoup moins baissé et la construction résidentielle, même si elle a ralenti, ne s'est pas effondrée comme là-bas. De plus, la santé financière des ménages canadiens est assez bonne pour permettre un raffermissement précoce des dépenses de consommation. Qui plus est, le bon état du système bancaire canadien a favorisé une reprise de la croissance du crédit à la consommation et à l'habitation.

Au troisième trimestre la conjoncture devrait continuer de soutenir le redressement de la demande intérieure. De plus, avec la reprise de l'activité dans le secteur de l'automobile, la liquidation des stocks devrait tirer à sa fin; quant aux exportations, elles se sont stabilisées au cours de l'été. Finalement, les programmes d'investissement en infrastructures des gouvernements devraient continuer d'appuyer la croissance pendant encore quelques trimestres. Les conditions sont donc propices à un début de reprise au Canada au troisième trimestre. Toutefois, un redressement des échanges commerciaux internationaux sera essentiel pour susciter une reprise vigoureuse et durable. Dans l'immédiat, la reprise mondiale est encore trop fragile pour écarter d'emblée les risques de rechute, surtout lorsque l'impact des programmes gouvernementaux de stimulation s'estompera.

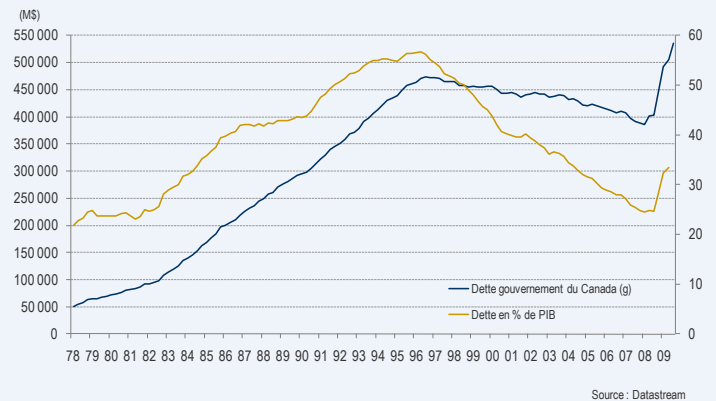
Sources de la croissance au Canada



Création d'emplois - Canada



Encours de la dette gouvernement du Canada en millions de \$ et en % de PIB



INDICATEURS ÉCONOMIQUES

(variation annuelle en %)*

	ÉTATS-UNIS		CANADA	
	2008	2009	2008	2009
PIB RÉEL	0,4	-3,6	0,4	-2,8
TAUX DE CHÔMAGE **	5,8	9,0	6,2	8,2
INFLATION	3,8	-0,9	2,3	0,3
VENTES AU DÉTAIL	-0,7	-8,6	3,4	-5,2
PRODUCTION INDUSTRIELLE	-2,2	-12,1	-4,2	-11,3
UTILISATION DE LA CAPACITÉ **	77,6	69,5	78,4	68,8
EXPORTATIONS DE BIENS	12,2	-24,0	5,8	-25,5
IMPORTATIONS DE BIENS	7,5	-32,6	6,7	-14,6

* Plus récentes données cumulatives (au 9 octobre 2009)

** Moyenne

COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS

Politiques monétaires et tendance des taux

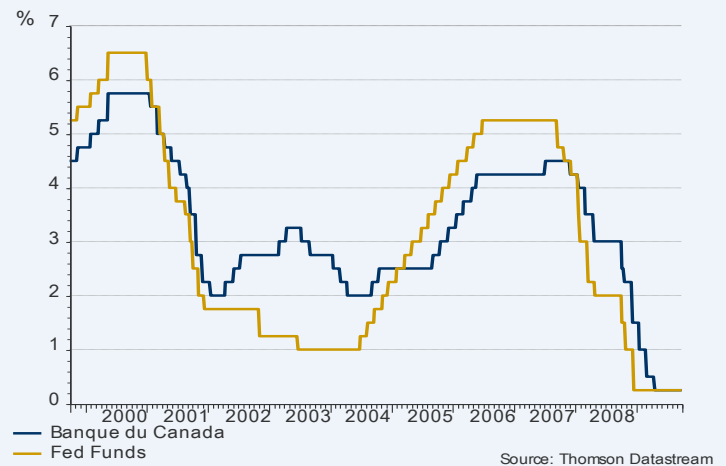
Au cours de l'été la Banque du Canada a réaffirmé à plusieurs reprises son engagement à maintenir le taux directeur à 0,25 % jusqu'en juin 2010 pour favoriser la reprise économique et le retour de l'inflation à sa cible de 2 %. À chaque occasion elle a toutefois clairement énoncé que cet engagement était conditionnel à ce que l'évolution de l'inflation ne justifie pas d'agir autrement. Tiré de son dernier Rapport sur la politique monétaire, la Banque écrit : « la Banque prévoit que l'économie se contractera de 2,5 % en 2009 pour ensuite progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,5 % en 2011 ». Elle prévoit aussi que l'inflation « devrait toucher un creux au troisième trimestre de cette année avant de regagner la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011 ». Le gouverneur, M. Carney, nous met toutefois en garde face à la croissance actuelle qui est fortement redevable des actions concertées des autorités fiscales et monétaires et face à la demande privée qui devra bientôt prendre la relève, une condition nécessaire mais encore incertaine pour une reprise autonome. Il mentionne aussi que la fermeté du dollar canadien comporte un risque supplémentaire pour la reprise et pour le retour de l'inflation à sa cible.

Malgré l'incertitude entourant la reprise, mentionnons que la liquidité a continué de s'améliorer suffisamment pour inciter la banque centrale canadienne à annoncer qu'elle terminera bientôt certains programmes spéciaux d'aide à la liquidité, telles les prises en pension et la facilité de prêt à plus d'un jour. À la fin août, les fonds consentis en vertu de ces programmes ne totalisaient que 29 milliards \$, un montant somme toute gérable dans le contexte du marché monétaire canadien.

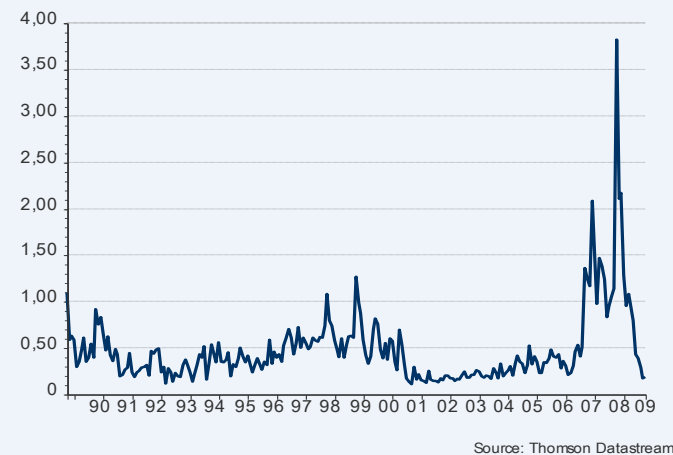
À ses réunions d'août et de septembre, la Fed a confirmé qu'elle percevait plus d'amélioration dans les marchés financiers et une reprise de l'activité dans l'immobilier résidentiel. Elle a réitéré son engagement à utiliser tous les outils à sa disposition pour promouvoir la reprise tout en préservant la stabilité des prix. Le comité a confirmé son intention de maintenir le taux cible entre 0 et 0,25 % pour une période qu'il estime devoir se prolonger, mais sans en préciser de terme.

La Fed a elle aussi annoncé une légère réduction de la liquidité qu'elle apporte à travers certains programmes spéciaux compte tenu de la meilleure disponibilité de financement conventionnel. Néanmoins, la taille actuelle de son bilan, à 2,2 milliards \$ ÉU, démontre que la Banque centrale fournit plus de 1,2 milliard \$ ÉU de liquidité de support hors norme. Les discours récents de plusieurs de ses porte-paroles ont commencé à préparer le terrain pour le moment où il deviendra impératif d'éponger cette masse de liquidité aujourd'hui encore nécessaire à la stabilité du système financier.

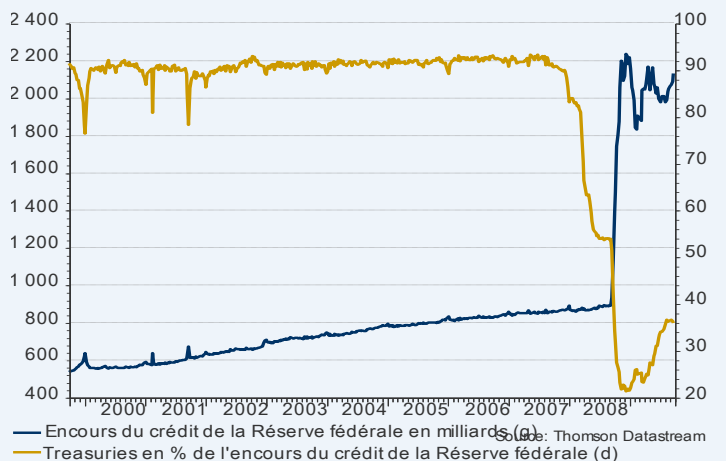
Taux directeurs des politiques monétaires nord-américaines



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 et il devient plus risqué



COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

Après un second trimestre des plus turbulent marqué d'une forte hausse des taux gouvernementaux, la volatilité du marché obligataire a beaucoup baissé au cours du troisième trimestre de 2009. Le marché a finalement rajusté son tir alors qu'il semble déceler un manque de dynamisme possible du début de reprise économique qui s'annonce.

Au cours du trimestre, l'indice DEX Univers a généré un rendement de 2,71 %. C'est, encore cette fois-ci, le secteur de long terme qui a procuré la meilleure contribution au rendement de l'indice avec 4,27 % comparativement à 3,48 % et 1,65 % respectivement pour les secteurs de moyen et court termes. Tous les émetteurs ont procuré des rendements positifs pour la période mais c'est encore un resserrement supplémentaire des écarts de crédit provinciaux et de sociétés qui a le plus contribué au fort rendement pour l'ensemble de l'indice au cours du trimestre.

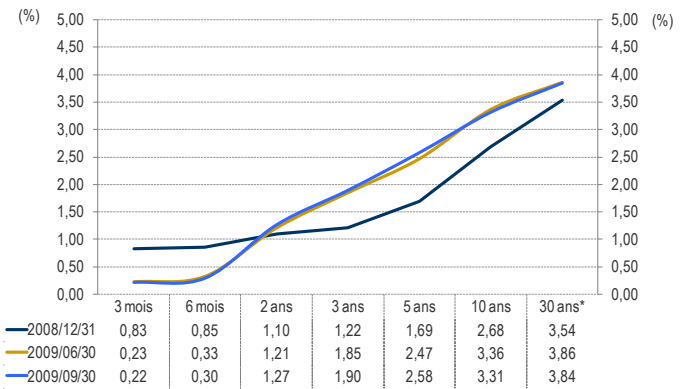
La Réserve fédérale a maintenu le taux des « fed funds » au bas historique pendant tout l'été. Malgré la forte taille du programme d'émissions du Trésor américain ainsi que sa fréquence mensuelle, la demande pour les nouvelles émissions s'est avérée d'autant plus forte à mesure que les intervenants de marché tempéraient leurs attentes pour la reprise économique. Le 30 septembre, le taux de 30 ans s'établissait à 4,05 %, une baisse de 28 points centésimaux depuis le 30 juin dernier. Notons la plage de fluctuation de 61 points centésimaux (de 4,02 % à 4,63 %), moins de la moitié de celle du trimestre précédent (1,35 %).

L'écart entre les taux de 2 et de 30 ans s'est réduit au cours du trimestre. La pente de la courbe de 265 points centésimaux a augmenté à un sommet de 281 points centésimaux et s'établissait à 257 points centésimaux le 30 septembre.

La Banque du Canada a reconfirmé à plusieurs reprises son engagement à maintenir son taux directeur à 0,25 % jusqu'au milieu de 2010 pour favoriser la reprise économique. Quant au gouvernement fédéral, il a pour sa part révisé à la hausse, à 56 milliards \$ (précédemment estimé à 50 milliards \$) son déficit pour l'exercice 2009-2010.

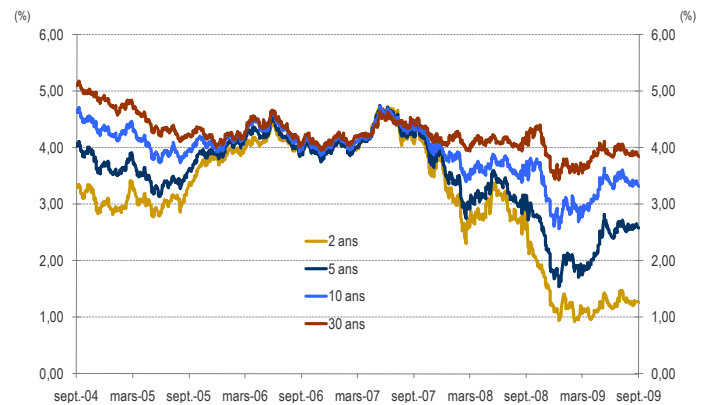
Les taux canadiens ont évolué différemment des taux aux États-Unis au cours du trimestre alors que l'augmentation de l'offre de titres fédéraux a pesé plus lourd au Canada. Les taux des plus courtes échéances jusqu'à 5 ans ont légèrement augmenté alors que ceux des échéances plus longues baissaient un peu. Les taux de 2 ans et de 5 ans augmentaient de 6 et 11 points centésimaux tandis que les taux de 10 ans et de 30 ans baissaient de 8 et 1 points centésimaux respectivement.

Courbes canadiennes de rendement

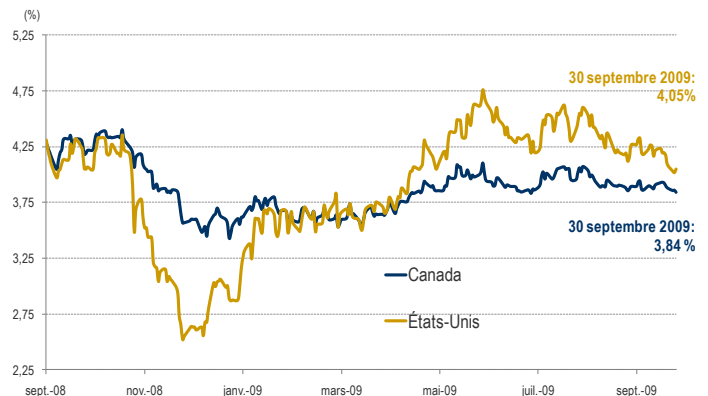


* Changement d'obligation de référence le 1^{er} janvier 2009

Évolution des taux obligataires canadiens la courbe se pentifie



Obligations 30 ans - Canada et États-Unis septembre 2008 - septembre 2009



COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

Le 30 septembre, le taux de 30 ans s'élevait à 3,84 % après avoir atteint un sommet de 4,07 % en début août.

Les plages de fluctuation se sont rétrécies au cours de la période. Le taux de 10 ans a varié le plus (34 points centésimaux). La volatilité était respectivement de 32, 33 et 24 points centésimaux pour les taux de 2, 5 et 30 ans.

La pente de la courbe de 2 ans à 30 ans aux États-Unis s'est légèrement aplatie de juillet à septembre. De 322 points centésimaux, la pente de la courbe a atteint 359 points et terminait le trimestre à 311 points, une baisse de 11 points centésimaux pour la période.

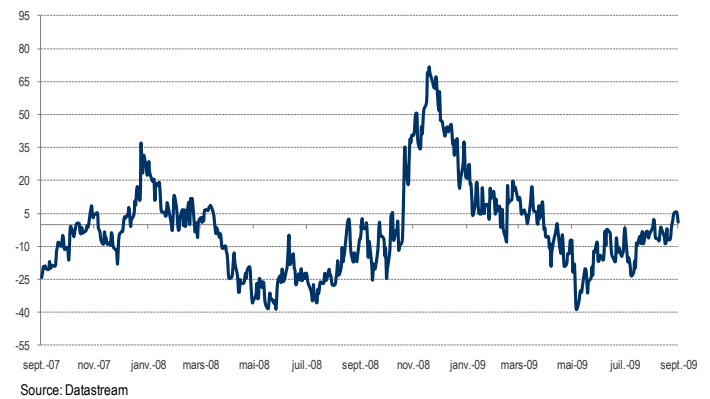
Cette divergence des taux obligataires canadiens comparativement à la baisse généralisée des taux obligataires du gouvernement des États-Unis a causé une surperformance pour l'ensemble des secteurs américains. D'ailleurs, les taux canadiens se retrouvent au-dessus ou égaux à ceux de leurs homologues américains sauf pour l'échéance de 30 ans. Pour cette échéance, l'écart est passé de -47 points centésimaux à un extrême de -55 points centésimaux et concluait le trimestre à -21 points centésimaux, une baisse de 26 points centésimaux de plus pour les taux obligataires aux États-Unis que ceux au Canada pendant le trimestre.

Les obligations à rendement réel (ORR)

Le taux de rendement des ORR canadiennes de long terme a diminué au cours du troisième trimestre, passant de 1,90 % au début du trimestre à 1,75 % à la fin. Aux États-Unis, le taux de rendement des ORR de long terme a également connu un repli de 15 points centésimaux pour s'établir à 2,07 %. Par ailleurs, le taux d'inflation de point mort au Canada a augmenté de 13 points centésimaux pour atteindre 2,20 %, soit un niveau légèrement supérieur à la cible d'inflation de la Banque du Canada. L'inflation de point mort a toutefois diminué aux États-Unis passant de 2,08 % à 1,95 % en fin de trimestre.

Au troisième trimestre de 2009, l'indice ORR a enregistré un rendement de 3,32 % comparativement à un rendement de 1,40 % pour les obligations de long terme du gouvernement du Canada. La bonne tenue de l'indice ORR pour un deuxième trimestre consécutif reflète la remontée des anticipations inflationnistes suivant une amélioration des perspectives économiques.

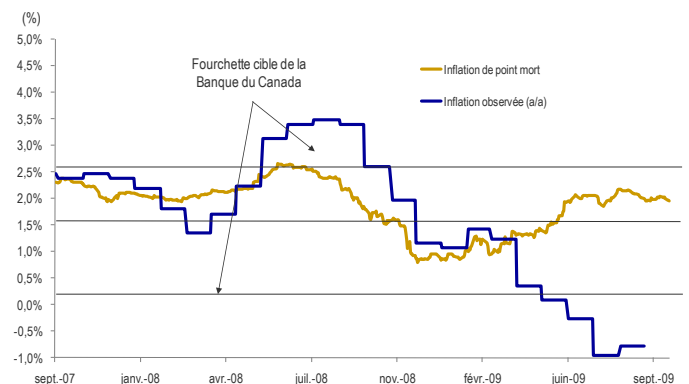
Écarts de rendement des obligations Canada et États-Unis 10 ans (en points centésimaux)



	Taux de rendement (%)			Variation (p.c.)	
	30-sept-09	30-juin-09	31-déc-08	T3-2009	année à ce jour
Canada					
3 mois	0,22	0,23	0,83	-1	-61
2 ans	1,27	1,21	1,10	6	17
5 ans	2,58	2,47	1,69	11	89
10 ans	3,31	3,36	2,68	-5	63
30 ans*	3,84	3,86	3,54	-2	30
États-Unis					
3 mois	0,08	0,17	0,03	-9	5
2 ans	0,94	1,11	0,76	-17	18
5 ans	2,31	2,55	1,55	-24	76
10 ans	3,31	3,53	2,21	-22	110
30 ans	4,05	4,33	2,68	-28	137
Écarts de rendement Canada/É.U. (p.c.)					
3 mois	14	6	80	8	-66
2 ans	33	10	34	23	-1
5 ans	27	-8	14	35	13
10 ans	0	-17	47	17	-47
30 ans	-21	-47	86	26	-107

*Changement d'obligation de référence le 1^{er} janvier 2009

Inflation observée et anticipée par les obligations à rendement réel septembre 2007 - septembre 2009



COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

Les obligations provinciales

Au cours du trimestre, les obligations provinciales ont procuré un rendement de 3,58 %, comparativement à 0,98 % pour les obligations du Canada. L'important resserrement des primes de risque explique le meilleur rendement de ces émetteurs pendant le trimestre.

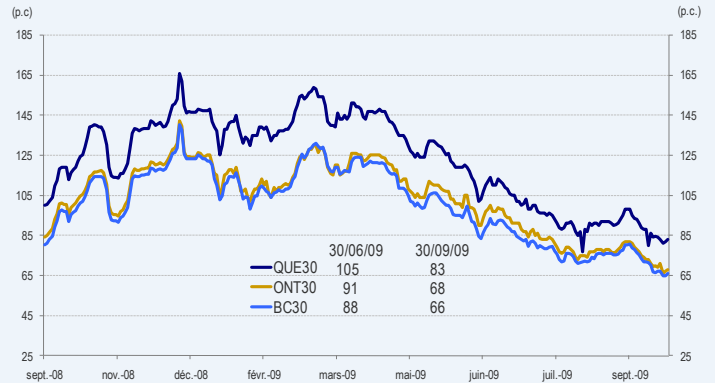
La courbe de crédit a poursuivi son processus de normalisation au cours du troisième trimestre. En effet, cette courbe s'était grandement aplatie au plus fort de la crise de crédit, mais depuis que les investisseurs ont retrouvé un certain appétit pour le risque, la pente de la courbe de crédit s'est accentuée. On peut donc observer dans le tableau ci-contre que ce sont les écarts de 5 ans qui se sont généralement le plus resserrés, suivis des obligations de 10 ans et enfin de long terme. Dans le secteur de 30 ans, les écarts ont terminé le trimestre à 83 points centésimaux pour le Québec, à 68 pour l'Ontario et à 66 pour la Colombie-Britannique, soit des resserrements de 22, 23 et 21 points respectivement.

Les provinces ont sensiblement ralenti le rythme de leurs opérations de financement au cours de la période estivale malgré que le montant cumulatif d'obligations provinciales émises cette année soit plus élevé à 30 milliards \$, comparativement à 20,4 milliards \$ à pareille date l'an dernier. Ce ralentissement d'émissions combiné à un appétit grandissant de la part des investisseurs pour la catégorie d'actif a certainement contribué à faire diminuer les écarts de crédit.

Vers la fin du mois de septembre, l'Ontario et le Québec ont procédé à une mise à jour de leur situation fiscale et dans les deux cas nous avons pu constater une détérioration des finances publiques qui devrait mener à des opérations de financement légèrement supérieures à celles que nous attendions. Nous devrions avoir davantage de détails lors de la mise à jour de leurs besoins de financement qui devrait être publiée au mois d'octobre. Ces annonces n'ont toutefois eu aucune incidence négative sur le niveau des écarts.

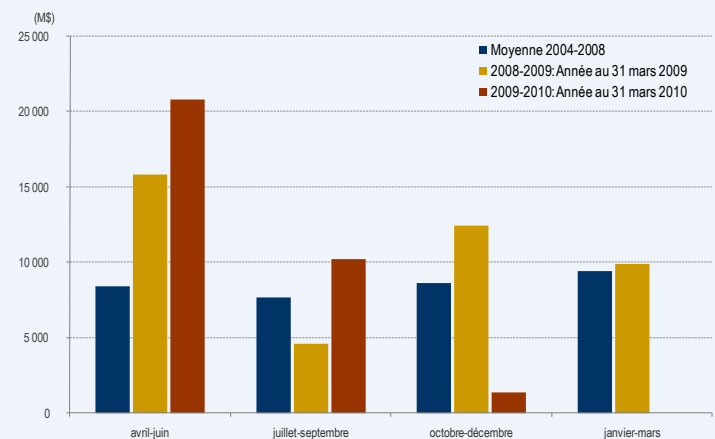
La liquidité du marché s'est grandement améliorée au cours du trimestre. En effet, les obligations hypothécaires du Canada (OHC), qui avaient vu leurs écarts s'élargir de façon importante à cause de la crise de liquidité (elles ne comportent aucun risque de crédit puisqu'elles sont explicitement garanties par le gouvernement du Canada) ont aussi bénéficié d'un appétit général plus grand pour le risque. L'écart dans le terme de 5 ans s'est rétréci de 27 points centésimaux au cours du trimestre.

Évolution des écarts de provinces 30 ans vs Canada
septembre 2008 - septembre 2009



	Écarts de rendement (p.c.)			Variation	
	30-sept-09	30-juin-09	31-déc-08	T3-2009	année à ce jour
Québec/Canada					
5 ans	49	77	130	-28	-81
10 ans	79	105	174	-26	-95
30 ans	83	105	147	-22	-64
Ontario/Canada					
5 ans	41	77	119	-36	-78
10 ans	63	92	155	-29	-92
30 ans	68	91	124	-23	-56
C.-B./Canada					
5 ans	32	54	124	-22	-92
10 ans	66	90	148	-24	-82
30 ans	66	87	123	-21	-57
yankees/ "US Treasuries"					
Qc 30 ans	61	96	112	-35	-51

Nouvelles émissions par trimestre



COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

Les obligations de sociétés

Les obligations de sociétés ont continué de surpasser les obligations d'État au troisième trimestre, mais par une marge plus faible qu'au premier semestre de l'année. Les écarts de rendement ont rétréci en moyenne de 50 points centésimaux durant la période. Les investisseurs n'avaient d'yeux que pour les taux obligataires plus élevés du secteur, sans compter que la faiblesse de l'offre durant le trimestre n'a pas réussi à satisfaire une forte demande pour ces titres. L'intérêt soutenu pour les obligations de sociétés a également été encouragé par l'embellie des marchés boursiers mondiaux et par les signes d'amélioration de l'économie mondiale.

Sur le marché, la liquidité et les cours ont augmenté sensiblement par rapport au niveau qu'ils affichaient plus tôt cette année. Voilà qui traduit non seulement le meilleur climat et l'optimisme suscité par le succès des nouvelles émissions, mais aussi l'intérêt accru des investisseurs en marché secondaire. De plus, la fréquence des décotes n'a cessé de diminuer en Amérique du Nord depuis décembre 2008 et est revenu au niveau d'avant la faillite de Lehman Brothers. Cette amélioration de la tendance est conforme aux prévisions des agences de notation selon lesquelles le taux de défaillance des titres spéculatifs américains atteindra un sommet de 13 % au quatrième trimestre de 2009; il diminuera ensuite graduellement jusqu'à 4 % l'an prochain, un niveau proche de sa moyenne à long terme.

Au Canada, les nouvelles émissions d'obligations de sociétés demeurent bien inférieures à ce qu'elles étaient à la même date l'an dernier, soit à 36,9 milliards \$ au total depuis le début de l'année, contre 52,9 milliards \$ en 2008. Les nouvelles émissions lancées au troisième trimestre provenaient de presque tous les secteurs, celui des services financiers représentant un peu plus de la moitié du total. Elles ont poursuivi la tendance observée au premier semestre, à savoir un penchant pour une qualité inférieure. C'est ainsi qu'on a lancé sur le marché pour un peu plus de 1,9 milliard \$ de titres cotés BBB ou moins durant le trimestre, ce qui inclut deux nouvelles émissions d'obligations à rendement élevé de Fairfax Financial et de Baytex Energy. Le climat s'est aussi nettement amélioré du côté de la titrisation : les écarts ont rétréci pour les titres adossés à des créances sur cartes de crédit, sur prêts automobiles et sur prêts hypothécaires commerciaux, après avoir été à la traîne du marché au premier semestre de 2009.

L'indice DEX des obligations de sociétés a gagné 4,5 % au troisième trimestre, surpassant sensiblement celui des obligations d'État (2,1 %).

Nouvelles émissions par cote de crédit

	T3-2008	T3-2009	Différence
AAA	1 000	0	-100%
AA	6 915	4 400	-36%
A	2 475	3 757	52%
BBB	0	1 755	n.d.

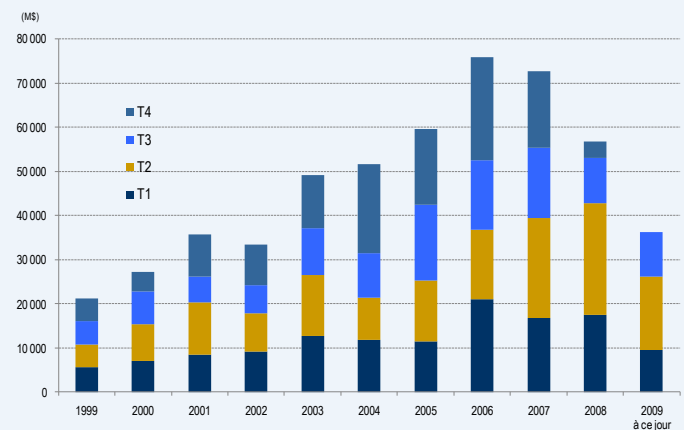
Source: BMO Capital Markets, Bloomberg

Écarts de crédit (p.c.) - titres de sociétés

		Variation				
		30 sept 09	30 juin 09	31 déc 08	T3-2009	Année à ce jour
Banque Royale						
	5 ans	115	185	450	-70	-335
	10 ans	140	200	465	-60	-325
	30 ans	175	210	465	-35	-290
Bell Canada						
	5 ans	145	220	510	-75	-365
	10 ans	195	260	540	-65	-345
	30 ans	290	320	540	-30	-250
Loblaws						
	5 ans	135	210	420	-75	-285
	10 ans	180	245	470	-65	-290
	30 ans	285	305	540	-20	-255
GTAA						
	5 ans	95	170	360	-75	-265
	10 ans	125	210	370	-85	-245
	30 ans	185	230	370	-45	-185
TransCanada Pipelines						
	5 ans	90	140	385	-50	-295
	10 ans	125	180	420	-55	-295
	30 ans	185	215	460	-30	-275

Source : Financière Banque Nationale

Historique des nouvelles émissions



COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

Les obligations internationales et devises

Les données économiques parues depuis les trois derniers mois témoignent d'une stabilisation et d'un embryon de reprise de la croissance mondiale. Également, les banques centrales et les gouvernements discutent de la stratégie de retrait des stimuli mis de l'avant depuis le début de la crise. Malgré l'amélioration des perspectives, les marchés obligataires gouvernementaux mondiaux se sont appréciés au cours du trimestre, une première cette année. En effet, l'indice international Government Bond Index a progressé de 2,0 % au dernier trimestre, ce qui ramène le rendement pour l'année à ce jour en territoire positif, soit à 0,9 %.

Les taux historiquement bas au Canada éliminent maintenant complètement le portage typiquement positif de couvrir le risque de fluctuations du dollar canadien. L'indice GBI couvert contre ce risque a terminé le trimestre à la hausse de 2,0 %, pour une augmentation de 0,9 % depuis le début de 2009.

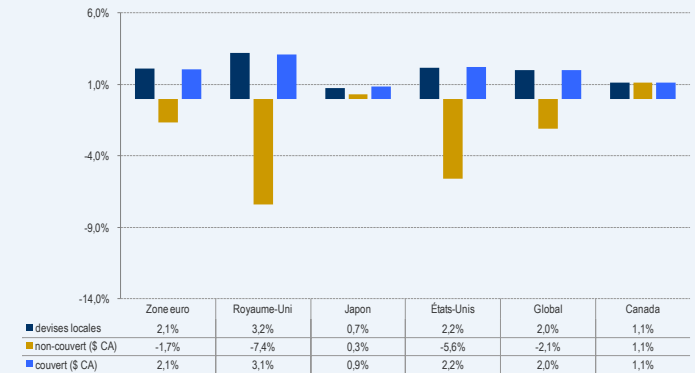
Pour un troisième trimestre consécutif, l'appréciation du dollar canadien contre la plupart des devises majeures a fait reculer l'indice GBI non couvert exprimé en dollars canadiens. À la baisse de 2,1 % dans le dernier trimestre, l'indice non couvert a retranché 9,8 % depuis le début de l'année.

Pendant que la plupart des banques centrales discutaient ouvertement de l'éventuel renversement des stimuli monétaires, la Banque d'Angleterre a fait bande à part au début du mois d'août en annonçant une augmentation de 50 milliards de livres de son programme d'achat (quantitative easing), ce qui le porte à 175 milliards \$. Le marché britannique a par conséquent repoussé plus loin l'échéancier des hausses de taux, ce qui a soutenu le marché obligataire qui a produit un rendement de 3,2 % lors du dernier trimestre.

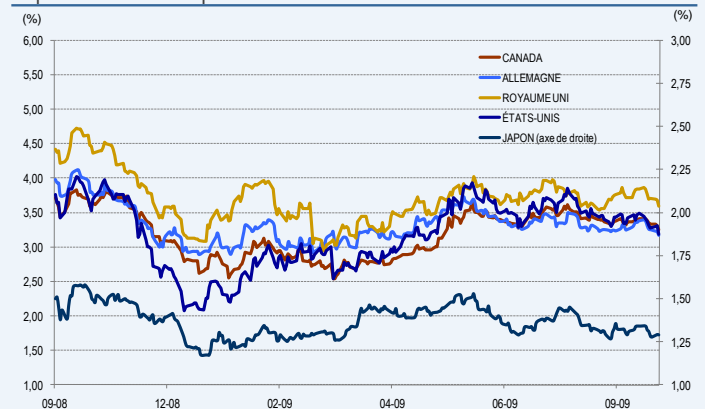
Le retour de l'appétit pour le risque qui s'est manifesté sur les marchés financiers a eu un effet bénéfique sur les titres gouvernementaux des pays périphériques de la zone euro. Les forts rendements de l'Italie (+3,9 %) et du Portugal (+3,6 %) ont permis au marché obligataire de la zone d'afficher un gain de 3,0 % pendant le trimestre.

Après des baisses lors les deux premiers trimestres de l'année, le marché obligataire américain s'est redressé pendant la période de juillet à septembre. Délaissés au profit des titres de crédit depuis le début de l'année, les titres du Trésor américain ont regagné en popularité. La recherche de rendement et des craintes inflationnistes moins prononcées étant donné que les gouvernements et

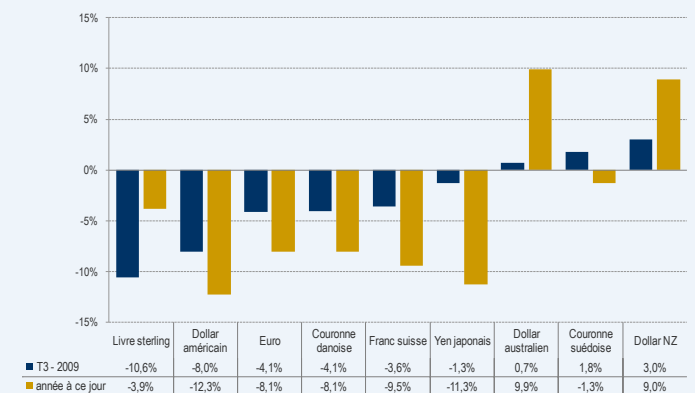
Rendements trimestriels des obligations internationales T3-2009



Évolution taux mondiaux 10 ans septembre 2008 - septembre 2009



Variation des devises vs le dollar canadien T3-2009



COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

les banques centrales cogitent sur la stratégie de retrait des stimuli, ont aidé le marché obligataire à gagner 2,2 % pendant le trimestre. Bien que la demande pour les titres de long terme se soit avérée plus forte que celle pour les titres de plus courte échéance, la pente de 2 ans à 30 ans demeure relativement accentuée, à 311 points centésimaux en fin de trimestre.

Amorcée au trimestre précédent, la dépréciation du dollar américain s'est poursuivie au troisième trimestre. La valeur refuge que représentait le billet vert alors que la crise financière sévissait ne semble plus prévaloir étant donné la stabilisation des économies. Les interrogations persistantes par rapport au dollar américain comme réserve de valeur ont également pesé sur la devise. Parmi les devises majeures, seule la livre sterling s'est dépréciée par rapport au dollar américain. Ce sont les devises des pays liés aux produits de base tels la Nouvelle-Zélande, l'Australie et la Norvège qui se sont le plus appréciées. D'un niveau de 89,78 à la fin de mars, l'indice du dollar américain pondéré par les échanges cotait 76,86 à la fin de septembre, une baisse de 14,4 %.

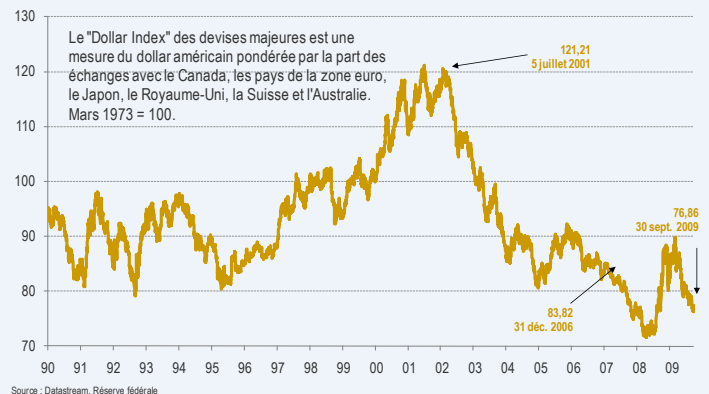
L'étiquette de devise de produits de base portée par le dollar canadien a aussi fait en sorte qu'il s'est apprécié contre le billet vert, passant de 0,8600 \$ EU à 0,9353 \$ EU lors du troisième trimestre, une augmentation de 8,8 %. De son côté, la Banque du Canada continue de mentionner que la persistance de la vigueur du dollar canadien constitue un frein à la croissance économique, laissant planer la menace d'une possible intervention sur les marchés des changes.

Taux directeurs des politiques monétaires (%)

	déc-08	juin-09	sept-09	Année à ce jour
Canada	1,50	0,25	0,25	-125
États-Unis	0,25	0,25	0,25	0
Europe	2,50	1,00	1,00	-150
Royaume-Uni	2,00	0,50	0,50	-150
Japon	0,10	0,10	0,10	0

Évolution du dollar américain

("Dollar Index" 1973 = 100; dollar US)



Taux de change

	31-déc-08	30-juin-09	30-sept-09	Variation trimestrielle	Année à ce jour
Devise de référence \$ EU					
Euro	1,3964	1,4036	1,4637	4,28%	4,82%
Dollar canadien	0,8204	0,8600	0,9353	8,75%	14,00%
Yen japonais	1,1021	1,0381	1,1143	7,35%	1,11%
Couronne danoise	0,1876	0,1885	0,1966	4,32%	4,80%
Livre sterling	1,4603	1,6466	1,6006	-2,79%	9,61%
Dollar NZ	0,5827	0,6461	0,7237	12,02%	24,21%
Dollar australien	0,7052	0,8070	0,8837	9,50%	25,31%
Franc suisse	0,9355	0,9208	0,9654	4,84%	3,20%
Couronne suédoise	0,1275	0,1297	0,1435	10,68%	12,51%
Devise de référence \$ CA					
Euro	1,7020	1,6320	1,5649	-4,11%	-8,05%
Dollar américain	1,2189	1,1628	1,0692	-8,05%	-12,28%
Yen japonais	1,3434	1,2070	1,1915	-1,29%	-11,31%
Couronne danoise	0,2287	0,2191	0,2102	-4,07%	-8,07%
Livre sterling	1,7800	1,9145	1,7114	-10,61%	-3,86%
Dollar NZ	0,7102	0,7512	0,7738	3,01%	8,95%
Dollar australien	0,8595	0,9383	0,9448	0,69%	9,92%
Franc suisse	1,1402	1,0707	1,0322	-3,60%	-9,48%
Couronne suédoise	0,1555	0,1508	0,1534	1,78%	-1,31%