

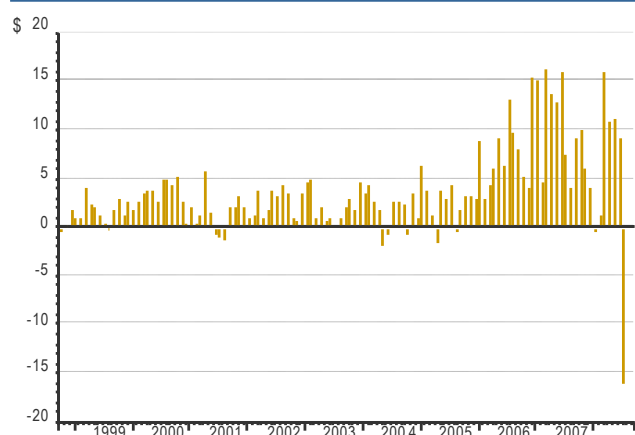
POINT DE VUE

DES DIMANCHES PAS COMME LES AUTRES

La plupart des gens passent leur week-end en famille, à la campagne, au centre commercial, voire devant leur téléviseur. Pour leur part, les autorités américaines semblent avoir consacré leurs week-ends de 2008 à réinventer le système financier des États-Unis à coups d'annonces-chocs principalement le dimanche. Ainsi, la crise des prêts hypothécaires à risque de l'été 2007 n'a pas tardé à se transformer en un problème de liquidité et elle est maintenant devenue une crise d'insolvabilité que seul l'État peut dénouer. Cependant, il serait bon de savoir exactement ce qui a provoqué cette cascade et si le plan de sauvetage proposé saura remédier à la crise. C'est d'ailleurs à cette fin que nous présentons aujourd'hui une version allongée du Point de vue.

Depuis le troisième trimestre de 2006, les investissements résidentiels freinent systématiquement la croissance aux États-Unis, les prix des maisons ayant chuté de 21 % depuis le sommet atteint en juin 2006 selon l'indice S&P/Case-Shiller. Les pertes hypothécaires accumulées dans le système financier ont mis à jour la sous-capitalisation de Fannie Mae et de Freddie Mac, deux géants du refinancement hypothécaire et précipité leur chute. Au 30 juin 2008, les états financiers de Freddie Mac dégageaient une valeur nette négative, suscitant la crainte que ces deux organismes bénéficiant de la garantie implicite de l'État soient devenus insolubles. Le problème : les institutions d'État étrangères, qui détenaient alors pour près de un billion de dollars en obligations de ces deux organismes et qui ont voulu éviter d'essayer des pertes sur ces titres quasi publics réputés sûrs, en ont largués pour plus de 15 milliards \$ en juillet dernier.

Achats nets de titres d'agences gouvernementales des É-U
institutions gouvernementales étrangères (en milliards)



Source: Thomson Datastream

Après avoir annoncé une garantie explicite des titres de Fannie Mae et de Freddie Mac le dimanche 13 juillet, le département du Trésor des États-Unis a décidé de mettre les deux géants hypothécaires sous tutelle le

dimanche 7 septembre, dans le but de rassurer les porteurs d'obligations quant à la qualité de leurs placements et d'assainir le marché hypothécaire. Pour éviter les questions d'aléa moral, ce sauvetage des porteurs d'obligations a anéanti les actionnaires et les porteurs d'actions privilégiées, tarissant deux sources de financement auxquelles recouraient les institutions financières malmenées qui cherchaient désespérément à combler leurs besoins en capital.

La firme Lehman Brothers, qui a tardé à admettre et à régler ses problèmes de santé financière, comptait parmi les institutions en difficulté. Sous l'effet conjugué d'un capital épuisé, de pertes de plus en plus lourdes et de la paralysie du marché des actions privilégiées, cette entreprise de 158 ans s'est écroulée. Craignant de voir resurgir l'accusation d'aléa moral rattachée au sauvetage de Bear Stearns, les hauts fonctionnaires ont décidé que Lehman n'était pas assez grande pour faire faillite et ils l'ont laissée périr, mais les conséquences de leur inaction ont largement dépassé leurs attentes. En effet, cette inaction a accéléré la débandade de AIG Inc., un assureur américain de premier plan très présent dans le marché des swaps sur défaillance, une forme d'assurance contre la faillite d'institutions financières comme Lehman Brothers. Afin d'éviter la contamination d'autres institutions qui agissaient à titre de contreparties à AIG dans des opérations en cours, le gouvernement des États-Unis les a rescapées. Par contre, les porteurs d'obligations ont eux aussi tout perdu dans la faillite de Lehman Brothers. Le fonds du marché monétaire Reserve Primary Fund, qui détenait pour 785 millions \$ en titres de créances de Lehman, a vu sa valeur liquidative passer à moins de 1 \$ par part; c'était la première fois en 14 ans qu'un fonds de marché monétaire n'arrivait pas à préserver le capital investi. Réputés comme placements sûrs, les fonds de marché monétaire ont également été entraînés dans ce mouvement vers la qualité, axés exclusivement sur les bons du Trésor. En laissant Lehman succomber, les autorités gouvernementales ont coupé la dernière - et la principale - source de financement dont pouvaient se prévaloir les institutions financières, à savoir le marché du crédit. À partir de ce moment-là, personne ne pouvait prédire quelles institutions financières pourraient respecter leurs engagements à court ou à long terme, et le marché s'est immobilisé.

Jusqu'ici considéré comme prêteur de dernier recours, l'État est devenu le sauveur de dernier recours puisque les investisseurs hésitent à injecter de nouveaux capitaux, même si les actifs ont été dépréciés. « Chat échaudé craint l'eau froide » : voilà qui résume bien l'attitude des fonds souverains par les temps qui courent. Un certain nombre de ces fonds ont recapitalisé des entreprises financières au début de la présente crise et l'ont regretté. Ainsi, Singapour et la Chine ont investi 5 milliards \$ dans Barclays en juillet 2007; à la fin du dernier trimestre, leur

POINT DE VUE (SUITE)

placement ne valait que 45 % de cette somme. Il y a pire : selon le Financial Times, le fonds pétrolier norvégien a décuplé sa participation dans Lehman Brothers, qui est passée de 1,7 million d'actions à 17,5 millions d'actions au deuxième trimestre de 2008. Bref, cette crise est trop profonde pour que le secteur privé ou les fonds souverains en viennent à bout seuls. En sa qualité de spécialiste de la dépression des années 30, le président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, sait pertinemment qu'à l'époque, la reprise est passée par d'importantes injections de fonds fédéraux dans les institutions. Aussi le gouvernement des États-Unis a-t-il implanté le programme Troubled Asset Relief Program (TARP) en septembre en vue d'acquiescer, auprès des institutions financières, des actifs hypothécaires d'une valeur pouvant atteindre 700 milliards \$. Mais ce programme réussira-t-il?

Si toutes les interventions de l'État à ce jour n'ont pas réussi à juguler la crise, c'est qu'elles ne s'attaquent pas aux problèmes fondamentaux du système, à savoir l'insuffisance de capital bancaire et l'endettement faramineux des ménages.

Euphémisme de secours public, le plan de sauvetage économique proposé n'aborde qu'une partie de ces enjeux. En déléstant les banques de leurs actifs hypothécaires, l'État ne parvient à renflouer une partie de leur capital que s'il paie un prix supérieur à la valeur marchande de ces actifs; ce n'est pas une stratégie gagnante en période électorale. Par contre, payer la valeur marchande pour ces déchets toxiques ne réussira que si l'État injecte des capitaux au même moment. Mais cette stratégie sera impossible sans une nouvelle réglementation bancaire qui empêchera la répétition des mêmes erreurs. En revanche, ce programme débloquera le marché hypothécaire ce qui aidera les banques à mieux évaluer leurs actifs.

Alimentée par l'accès facile au crédit, la dette des ménages est passée de 50 % du PIB en 1980 à 100 % en 2007, tandis que celle du secteur financier a grimpé de 21 % à 116 % pendant la même période. Les réductions d'impôts sont payantes sur le plan politique, mais elles ne font rien pour régler directement le problème de l'endettement des ménages, ni pour enrayer la chute libre du marché domiciliaire. La Home Owners' Loan Corporation (HOLC), créée en pleine crise en 1933, a été une mesure de stabilisation qui a empêché les saisies hypothécaires et a laissé souffler les contribuables. La HOLC a racheté à rabais des prêts hypothécaires aux banques tout en consentant de nouveaux prêts hypothécaires de moindre valeur aux propriétaires en difficulté, à un taux d'intérêt moindre.

Lorsque la HOLC a cessé ses activités en 1951, les actifs liquidés lui ont laissé un léger bénéfice. Aujourd'hui, un organisme comparable serait plus à même de s'attaquer au fond du problème et de stabiliser le marché résidentiel déprimé.

Il y aura certes un prix à payer. À la fin, c'est le contribuable qui absorbera le coût de l'éclatement de cette bulle, que ce soit par un plan de sauvetage collectif, une récession ou une combinaison des deux. Dans une étude sur les crises bancaires systémiques qui ont secoué le monde depuis 1970 publiée par le FMI¹, les auteurs ont conclu qu'on peut limiter les dégâts si on ne tarde pas à reconnaître le problème et à intervenir. L'expérience laisse également entrevoir que la création d'un organisme d'État chargé de faire l'acquisition d'actifs bancaires toxiques n'a jamais constitué une stratégie prometteuse.

En revanche, la recapitalisation sélective des banques et une aide ciblée aux débiteurs en difficulté (les ménages, par exemple) devraient faire partie de tout plan de sauvetage qui se respecte. L'immobilisme fondé sur l'espoir que les problèmes disparaîtront - c'est la stratégie adoptée par le Japon dans les années 1990 - est donc à déconseiller.

Bien qu'une comparaison avec la crise japonaise soit inévitable, il convient de souligner les différences importantes entre les deux situations. La stratégie nipponne, qui consistait à tourner en rond, à adopter sur le tard des demi-mesures et à attendre jusqu'en 1998 pour faire le ménage dans le secteur bancaire, a été la principale responsable de la décennie économique perdue du Japon. Par contre, grâce à son taux d'épargne élevé, le Japon ne comptait pas sur les investisseurs étrangers pour appuyer d'autres mesures de stimulation budgétaire. Les autorités des États-Unis, confrontées à un déficit du compte courant qui correspond à 5 % du PIB et à un déficit budgétaire de plus en plus lourd, auront quant à elles à rassurer les créanciers étrangers, sinon la vente massive des titres de créance de Fannie Mae et de Freddie Mac en juillet dernier risque de se répéter.

Il est essentiel de débloquer les marchés du crédit et, surtout, les marchés monétaires si l'on veut rétablir la confiance et continuer à répondre aux besoins de financement généraux, par exemple pour permettre aux entreprises de payer leurs travailleurs. Lorsqu'elles élaborent leur plan de sauvetage, les autorités doivent néanmoins garder le cap sur les avantages à long terme, même au prix de sacrifices à court terme, un choix difficile en période électorale.

1. "Systemic Banking Crises: A New Database" Par Luc Laevan et Fabian Valencia, Fonds monétaire international (FMI), document de travail WP/08/224.

COMMENTAIRES ÉCONOMIQUES

International

Pour une première fois depuis l'introduction de la monnaie commune en 1999, l'économie du vieux continent s'est contractée de 0,8 % en termes annualisés au second trimestre en raison d'un climat austère et d'une liquidation des inventaires. De plus, les dépenses des ménages se sont repliées sous le poids de la hausse des prix des produits de base et d'une inquiétude croissante face à la dégradation des marchés financiers.

La contraction fut plus sévère du côté du soleil levant avec un déclin annualisé de 3 % du PIB nippon au second trimestre. La hausse des prix des matières premières qui a réduit le revenu réel des ménages et ralenti leurs dépenses discrétionnaires fut évoquée comme facteur de ralentissement. Toutefois, avec le repli récent du prix des produits de base et un système bancaire qui semble avoir évité les erreurs de nos voisins du sud, les perspectives paraissent moins sombres que ne le laisse présager la lecture du PIB.

États-Unis

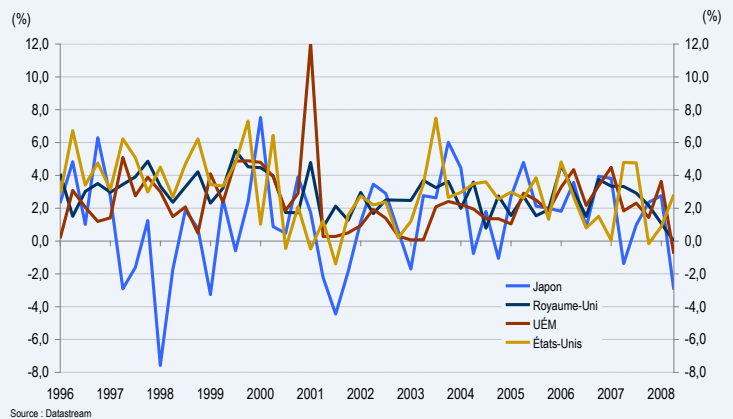
Influencée par le stimulus fiscal de l'Oncle Sam et la croissance des exportations, l'économie des États-Unis a défié la gravité au second trimestre en affichant une progression de 2,8 %. Toutefois, les conditions économiques se sont détériorées dans le courant de l'été en raison de l'effritement des marchés financiers.

Le sentiment de pessimisme qui plombe les marchés financiers a finalement atteint la confiance des consommateurs qui était jusqu'à présent inébranlable. En dépit d'une hausse mensuelle des revenus personnels de 0,5 % en août, les dépenses de consommation ont stagné témoignant de l'incertitude à laquelle les ménages sont confrontés.

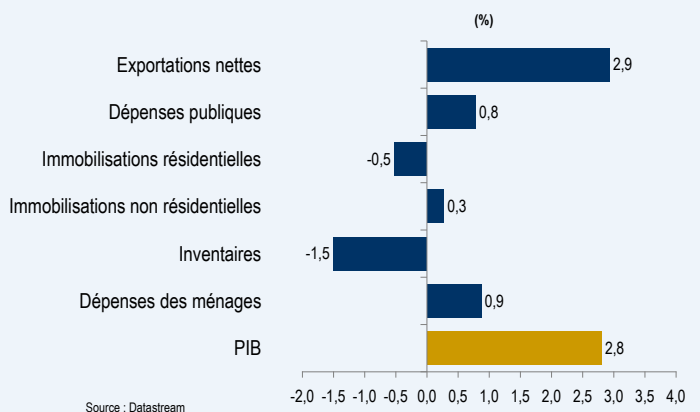
La confiance des consommateurs, déjà minée au premier semestre, s'est dégradée davantage sous le poids de l'accumulation des mises à pied. Depuis le début de l'année, 760 000 employés ont été licenciés dont 299 000 au troisième trimestre, portant ainsi le taux de chômage à son niveau le plus élevé depuis juin 2003, soit 6,1 %.

L'amplification de la crise, notamment au niveau du financement de court terme, affecte aussi les opérations quotidiennes des entreprises telles que le paiement des salaires et des fournisseurs. L'inaccessibilité du crédit jumelée à l'anxiété des consommateurs s'est aussi traduite par une chute de 27 % des ventes d'automobiles en septembre comparativement à la même période l'an dernier.

Produit intérieur brut
variation trimestrielle annualisée



Sources de la croissance aux États-Unis
deuxième trimestre de 2008



Indice de confiance des consommateurs aux États-Unis
Conference Board



COMMENTAIRES ÉCONOMIQUES (SUITE)

Canada

L'économie canadienne a techniquement évité la récession au second trimestre en affichant une maigre croissance annualisée de 0,3 % comparativement à une contraction de 0,8 % au premier trimestre. La diminution des stocks au premier trimestre a laissé place à la production au second trimestre, permettant aux inventaires de contribuer à la croissance.

La valeur élevée de notre devise, jumelée aux déboires économiques de notre plus grand partenaire commercial, continue d'affecter le secteur des exportations. En termes nominaux, le solde commercial s'est amélioré en raison de la hausse des prix des produits exportés, notamment de l'énergie. Cependant, le volume des exportations s'est replié au second trimestre. Cette baisse s'est ressentie à travers plusieurs secteurs d'activité, allant même jusqu'aux produits énergétiques.

Toutefois, le portrait plutôt sombre dépeint par le PIB fait abstraction des gains enregistrés au niveau des termes d'échange. La hausse des revenus provenant des exportations comparativement aux coûts moindres pour nos importations se traduit par un effet de richesse qui est capturé en observant le revenu intérieur brut d'un pays. Alors que le PIB nominal semble stagner sur une base annuelle, la croissance du revenu intérieur brut oscille près de 4 %.

Pour une première fois depuis février 1982, le taux de chômage canadien est identique à celui des États-Unis, soit 6,1 %. Le marché de l'emploi a cependant ralenti sa cadence avec une création de 194 000 emplois depuis le début de l'année comparativement à 275 000 pour la même période l'an dernier. Notons qu'en juillet dernier, l'emploi a diminué de 55 000, du jamais vu depuis la récession de 1991. L'emploi a toutefois progressé de 67 000 au cours du trimestre.

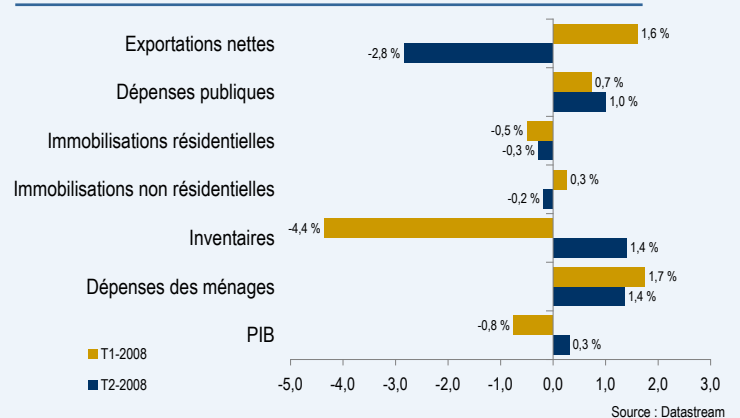
Propulsée par le prix élevé de l'essence, l'inflation a atteint 3,5 % en août. Toutefois, avec le repli marqué des prix des produits de base et l'accentuation de la crise de crédit, les perspectives inflationnistes se sont quelque peu atténuées.

INDICATEURS ÉCONOMIQUES (variation annuelle en %)*	ÉTATS-UNIS		CANADA	
	2007	2008	2007	2008
	PIB RÉEL	2,0	2,3	2,7
TAUX DE CHÔMAGE **	4,6	5,4	6,0	6,0
INFLATION	2,9	4,6	2,1	2,4
VENTES AU DÉTAIL	4,0	2,6	5,8	4,8
PRODUCTION INDUSTRIELLE	1,7	0,6	0,2	-3,3
UTILISATION DE LA CAPACITÉ **	81,0	80,0	83,3	79,3
EXPORTATIONS DE BIENS	12,3	19,9	2,1	4,0
IMPORTATIONS DE BIENS	5,7	13,7	2,7	3,8

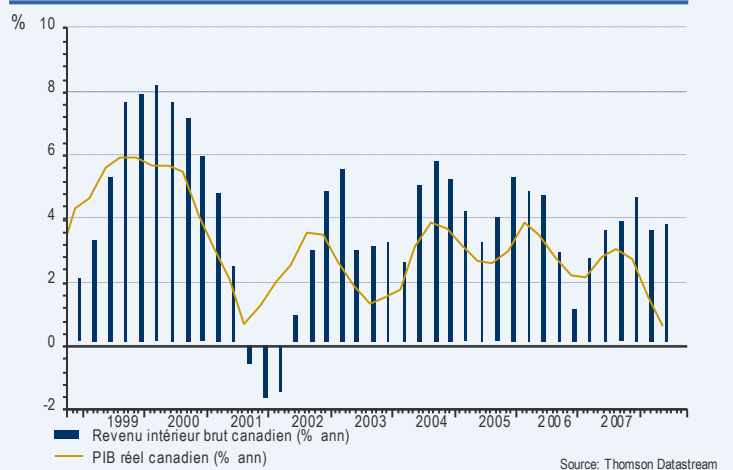
* Plus récentes données cumulatives (au 10 octobre 2008)

** Moyenne

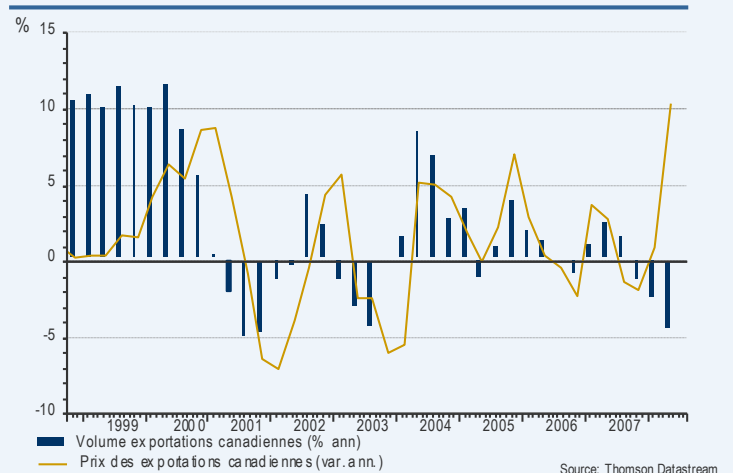
Sources de la croissance canadienne trimestres de 2008



Revenu intérieur brut canadien capture l'effet de richesse des termes d'échange



Exportations - Canada on vend moins d'unités, mais à un prix plus élevé



COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS

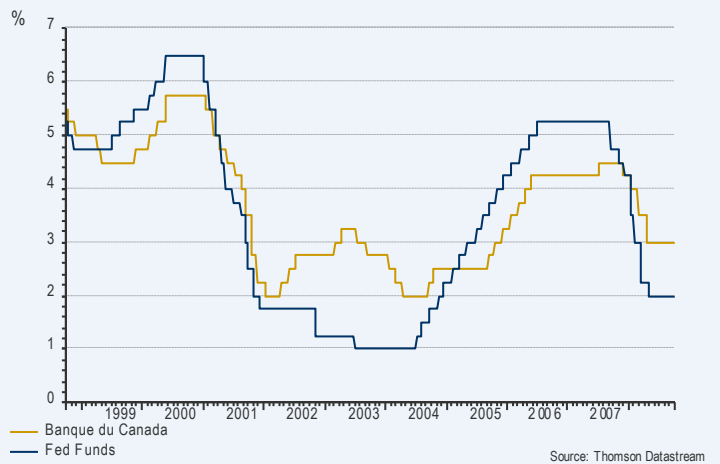
Politiques monétaires et tendance des taux

Le trimestre s'est amorcé en douceur, mais il s'est brusquement réveillé en septembre. Comme à peu près tout le monde s'y attendait, la Banque du Canada a laissé son taux directeur à 3,00 % en juillet, puis au début de septembre. La Fed a elle aussi, comme prévu, laissé son taux inchangé à 2,00 % en août et en septembre.

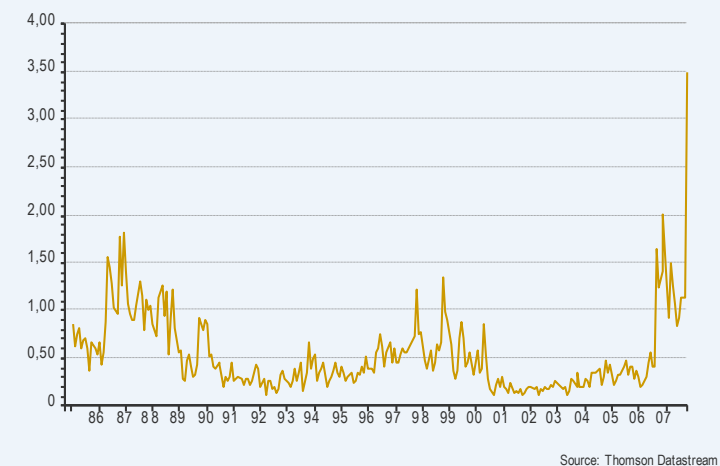
Pendant la deuxième semaine de septembre, lorsque les intervenants de marché sont revenus de vacances, il était devenu évident que tout n'était pas pour le mieux dans le meilleur des mondes. Plusieurs événements sans précédent se sont succédés et ils ont donné lieu à des mesures inédites. Fannie Mae et Freddie Mac ont vu le Trésor des États-Unis assumer leurs dettes et elles ont toutes deux été mises sous tutelle, tandis que la firme Lehman Brothers, laissée à son sort, a fait faillite. Au milieu de cet emballement, la Fed n'a pas réduit son taux directeur, malgré les attentes des marchés, mais elle a pris une participation de 80 % dans AIG en contrepartie d'une marge de crédit de 85 milliards de dollars. La FDIC (société publique d'assurance-dépôts) s'est aussi impliquée en saisissant Washington Mutual, puis en faisant transférer les dépôts, les actifs et certains éléments de passif des opérations bancaires à JPMorgan. La FDIC a également proposé une convention de protection en cas de perte advenant l'acquisition des opérations bancaires de Wachovia par Citigroup.

Ces événements, et d'autres encore, ont eu de nombreuses conséquences. La Fed continue d'injecter massivement des capitaux, alors que les institutions financières - désormais surprovisionnées - thésaurisent leurs liquidités. Pour commencer, la Fed a élargi son bilan de 246 milliards de dollars pendant les deux dernières semaines du trimestre, une opération qu'elle avait étalée sur 6,5 ans auparavant. Les prêts massifs consentis par le biais du mécanisme d'escompte ont compté pour beaucoup, de même que la facilité d'adjudications à terme, qui a permis des injections de capitaux sans précédent. La composition du crédit total de réserve s'est également détériorée, les obligations du Trésor ne comptant plus que pour environ 42 % de cette somme, contre plus de 90 % avant la crise. De plus, les banques craignent toujours de se prêter des fonds, car l'écart entre le taux LIBOR et celui des swaps sur indice au jour le jour (« OIS ») s'est considérablement élargi et le taux LIBOR en dollars US a dépassé de 300 points centésimaux le rendement des bons du Trésor à la fin septembre. Cela témoigne aussi du très vaste mouvement vers la qualité - c'est-à-dire les bons du Trésor - même après que le Trésor des États-Unis eut annoncé qu'il garantirait les fonds de marché monétaire.

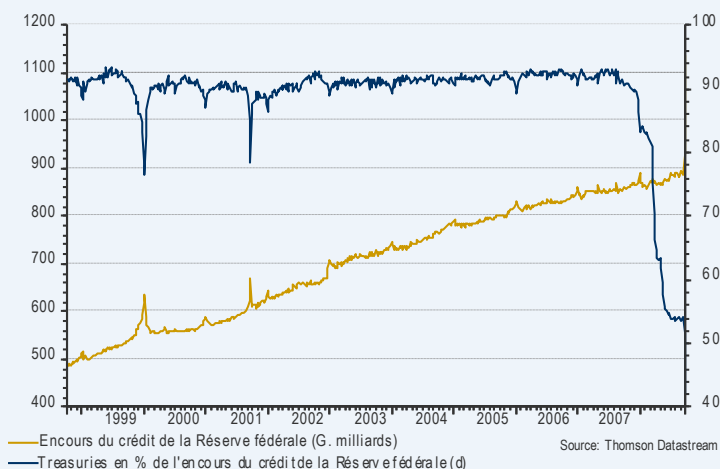
Taux directeurs des politiques monétaires nord-américaines



Paralysie du marché interbancaire aux États-Unis
taux LIBOR 3 mois - taux bons du Trésor 3 mois



La Réserve fédérale accroît son bilan
mais il devient plus risqué



COMMENTAIRES SUR LES MARCHES (SUITE)

Nous sommes en pleine crise et les interventions habituelles sur le plan de la politique monétaire - ni, à ce jour, les mesures inédites - n'ont pas réussi à calmer le jeu. Faut-il s'attendre à des réductions coordonnées des taux d'intérêt? Seraient-elles efficaces? Même le gouverneur de la Banque du Canada a laissé la porte grande ouverte, affirmant dernièrement que le G7 « est prêt à prendre toutes les dispositions qui s'imposent, sur les plans individuel et collectif, pour assurer la stabilité du système financier international ». Note : Le 8 octobre dernier, les banques centrales de six pays, dont les États-Unis et le Canada, abaissaient leur taux directeur dans le cadre d'une action concertée.

L'indice obligataire DEX univers a procuré un rendement de -0,37 % au cours de la période. Le rendement négatif de l'indice est tributaire de l'élargissement marqué des primes de risque (agences, provinces et sociétés), mais aussi de l'accentuation marquée de la pente de la courbe de rendement.

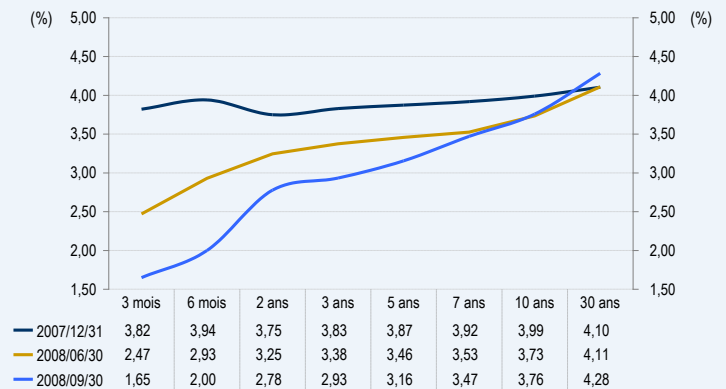
L'indice DEX court terme a produit le meilleur rendement de l'indice avec 1,15 % comparativement à -0,27 % et -3,05 % pour les sous-indices de moyen et de long termes.

Le trimestre a été marqué par une fluctuation très importante des taux d'intérêt. Le mois de septembre a été particulièrement perturbé : la recherche de valeur refuge dans les obligations gouvernementales a entraîné une chute prononcée des taux d'intérêt avant que l'annonce d'un plan de sauvetage par le gouvernement des États-Unis les ramène un peu plus haut pour clôturer le trimestre.

Aux États-Unis, le taux de 2 ans a évolué dans une fourchette de 109 points centésimaux au cours des trois derniers mois. De 2,62 % le 30 juin dernier, il diminuait à 1,96 % le 30 septembre. Le taux de 2 ans est passé en-deça du taux de 2,00 % des « Fed funds » atteignant 1,64 % le 17 septembre. Le taux des États-Unis de 30 ans fluctuait dans une fourchette de 67 points centésimaux au cours de la même période. Entre le 30 juin et le 30 septembre, il a diminué de 4,52 % à 4,31 %, atteignant un niveau record de 4,02 % le 15 septembre.

Au Canada, la surperformance du secteur de court terme témoigne de la baisse prononcée des taux de moins de 5 ans. Le taux de 2 ans passait de 3,25 % à 2,78 % et celui de 5 ans de 3,46 % à 3,16 %. Ces diminutions de 47 et 30 points centésimaux tranchent avec l'augmentation de 3 et 17 points centésimaux des taux de 10 et de 30 ans pour la même période. En a résulté une courbe de rendement beaucoup plus pentue. Le 30 septembre, la courbe 2 à 30 ans s'établissait à 150 points centésimaux, une accentuation de 86 points centésimaux en trois mois.

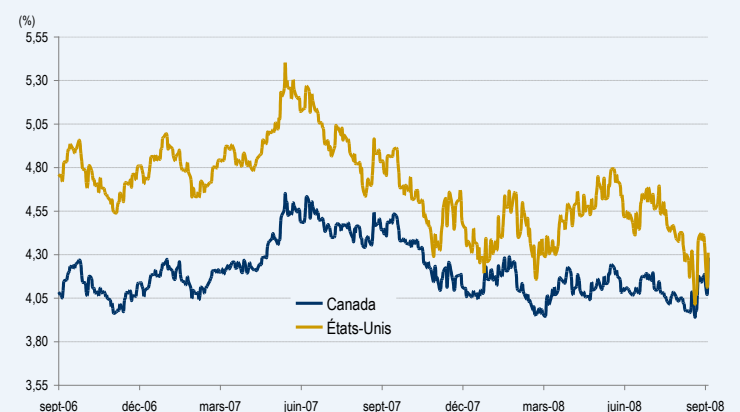
Courbes canadiennes de rendement



Évolution des taux obligataires canadiens la courbe se pentifie



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



COMMENTAIRES SUR LES MARCHES (SUITE)

Mentionnons qu'au plus fort de la crise, le taux de 2 ans atteignait 2,48 %, un niveau bien inférieur au 3 % de la politique monétaire. Le marché anticipe donc des coupures du taux directeur de la Banque du Canada.

Les niveaux record des taux de 10 et de 30 ans homologués en début d'année ont été battus au cours du trimestre. Le taux de 30 ans de 4,11 % le 30 juin, a atteint 4,20 % au 30 juillet avant de diminuer jusqu'au bas record de 3,94 % le 15 septembre. Toutefois, il a connu une remontée spectaculaire quelques jours plus tard et se situait à 4,28 % le 30 septembre. Sa plage de fluctuation a été de 34 points centésimaux au cours des trois derniers mois. Le taux de 10 ans est passé de 3,73 % à 3,86 % avant d'écrire l'histoire en arrêtant sa descente à 3,34 %. Il était de 3,76 % le 30 septembre.

Les obligations canadiennes ont sous-performé leurs pendants aux États-Unis pour toutes les échéances. C'est toutefois l'obligation canadienne de long terme qui a offert le moins bon rendement comparativement à celle des États-Unis. Pour une première fois depuis 2005, le taux de 30 ans canadien a été à parité avec celui des États-Unis. L'écart des taux de 30 ans de -44 points centésimaux le 30 juin est passé à -3 points centésimaux le 30 septembre; il a fluctué dans une plage de 60 points centésimaux. Les écarts de 2, 5 et 10 ans augmentaient respectivement de 19, 5 et 18 points centésimaux au cours des trois derniers mois.

Les obligations à rendement réel (ORR)

Le taux des ORR canadiennes de long terme a fortement augmenté au cours du troisième trimestre, passant de 1,46 % au début du trimestre à 2,27 % à la fin. Comportement similaire aux États-Unis alors que le taux des ORR augmentait de 55 points centésimaux pour s'établir à 2,65 %. Ainsi, le taux d'inflation anticipée au Canada a fléchi de 66 points centésimaux pour atteindre 1,96 %, soit légèrement sous la cible d'inflation de la Banque du Canada. L'inflation anticipée s'est aussi apaisée aux États-Unis passant de 2,42 % à 1,66 % en fin de trimestre.

Au troisième trimestre de 2008, l'indice ORR s'est effondré, enregistrant un rendement négatif de -8,97 % comparativement à un rendement de -3,05 % 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, dégagant un rendement de 0,80 % contre -2,42 % pour l'indice de long terme. Cette sous-performance des ORR témoigne de l'inquiétude des intervenants de marché face à la crise financière et de ses conséquences déflationnistes sur les actifs.

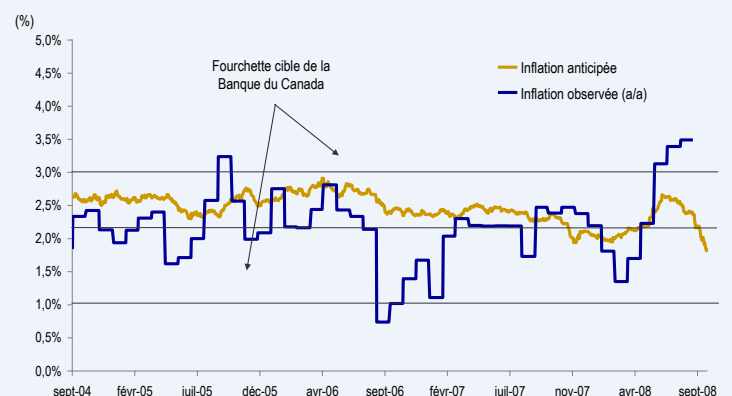
Écarts de rendement des obligations Canada et É-U 10 ans (en points centésimaux)



Source: Thomson Datastream

	Taux de rendement (%)			Variation (p.c.)	
	30-sept-08	30-juin-08	31-déc-07	trimestrielle	année à date
Canada					
3 mois	1,65	2,47	3,82	-82	-217
2 ans	2,78	3,25	3,75	-47	-97
5 ans	3,16	3,46	3,87	-30	-71
10 ans	3,76	3,73	3,99	3	-23
30 ans	4,28	4,11	4,10	17	18
États-Unis					
3 mois	0,79	1,77	3,16	-98	-237
2 ans	1,96	2,62	3,05	-66	-109
5 ans	2,98	3,33	3,44	-35	-46
10 ans	3,82	3,97	4,02	-15	-20
30 ans	4,31	4,52	4,45	-21	-14
Écarts de rendement Canada/É.U. (p.c.)					
3 mois	86	70	66	16	20
2 ans	82	63	70	19	12
5 ans	18	13	43	5	-25
10 ans	-6	-24	-3	18	-3
30 ans	-3	-41	-35	38	32

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



COMMENTAIRES SUR LES MARCHES (SUITE)

Les obligations provinciales

Les obligations provinciales ont été durement touchées par la crise. L'élargissement, remarquable des écarts, ainsi que la durée plus longue de ce secteur au sein de l'indice (8,50 années) expliquent sa contre-performance au cours du trimestre. Ainsi, l'indice DEX obligations provinciales procurait un rendement de -1,53 % comparativement à 0,69 % pour les obligations du gouvernement canadien.

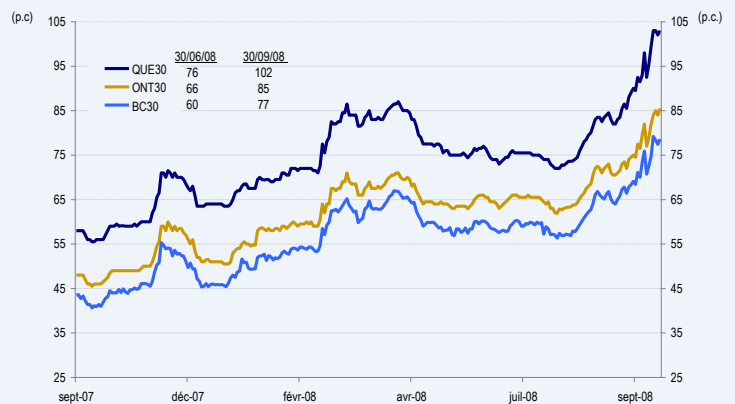
Les écarts de crédit provinciaux de long terme ont atteint de nouveaux sommets pour l'année. L'élargissement a été soutenu tout au long des trois derniers mois. Les écarts clôturaient le trimestre à 102 points centésimaux pour le Québec, à 85 pour l'Ontario et à 77 pour la Colombie-Britannique. Ce sont des augmentations de 26 points pour le Québec, de 19 pour l'Ontario et de 17 pour la Colombie-Britannique.

Les écarts des obligations provinciales d'échéance de 10 ans se sont élargis davantage que ceux de 30 ans au cours du trimestre. L'annonce soudaine par le plus gros émetteur de titres au Canada ("Canadian Housing Trust») de vouloir émettre une nouvelle souche d'échéance de 10 ans en plus des 40 milliards \$ répartis en titres flottants et de 3 et de 5 ans augmente l'offre de produits gouvernementaux du secteur de 10 ans. Ainsi l'écart est passé de 71 à 104 points centésimaux pour le Québec et de 70 à 100 points centésimaux pour l'Ontario. La courbe de crédit qui en résulte est inversée entre les écarts de 10 et 30 ans.

En plus de l'élargissement des primes de risque, la présente crise perturbe radicalement le calendrier de nouvelles émissions auquel nous ont habitués les gouvernements des provinces. Le volume de financement au cours du même trimestre l'an dernier était de 10 325 milliards \$ comparativement à 5 980 milliards \$ cette année. Bien que le volume total de nouvelles émissions pour l'année en cours soit plus élevé comparativement à 2007 (23 744 milliards \$ vs 19 950 milliards \$) notons que les besoins de financement sont supérieurs comparativement à ceux de l'an dernier (50 325 milliards \$ vs 35 727 milliards \$).

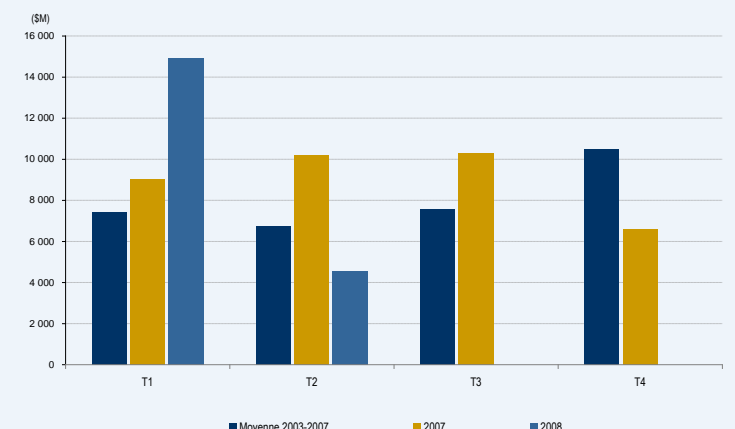
Les obligations des agences fédérales n'ont pas échappé à l'élargissement des primes de risque au cours du trimestre. Ce secteur de l'indice a tout de même procuré un rendement positif de 1,25 %, soit une surperformance de 0,56 % comparativement aux titres du gouvernement canadien. Les titres des agences se trouvent en majorité dans le secteur de court terme avec une durée de 3,46 années (comparativement à 6,98 années pour les titres du gouvernement canadien). La diminution importante des taux de court terme explique cette surperformance. Une autre page d'histoire a été écrite au début de septembre avec l'élargissement de la prime de risque pour ces titres à 68 points centésimaux.

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



	Écarts de rendement (p.c.)			Variation	
	30-sept-08	30-juin-08	31-déc-07	trimestrielle	année à date
Québec/Canada					
5 ans	86	58	43	28	43
10 ans	104	71	56	33	48
30 ans	102	76	64	26	38
Ontario/Canada					
5 ans	83	57	40	26	43
10 ans	100	70	48	30	52
30 ans	85	66	51	19	34
C.-B./Canada					
5 ans	78	53	38	25	40
10 ans	83	57	40	26	43
30 ans	77	60	46	17	31
yankees/ "US Treasuries"					
Qc 30 ans	92	77	67	15	25

Nouvelles émissions par trimestre



COMMENTAIRES SUR LES MARCHES (SUITE)

Les obligations de sociétés

Le marché canadien des obligations de sociétés a été durement éprouvé par plusieurs sauvetages, faillites et mariages forcés aux États-Unis et en Europe. Comme chaque nouveau cas était traité différemment, il en est résulté beaucoup d'incertitude. Les créanciers des diverses institutions financières - Bear Stearns, Lehman Brothers, AIG, Fannie Mae, Freddie Mac, Washington Mutual et Wachovia ont tous connu un sort différent. Certains bénéficient désormais du soutien intégral de l'État ; d'autres comptent sur l'appui d'une institution financière plus forte; d'autres encore risquent de tout perdre. Le manque de transparence et de cohérence qui caractérise les interventions de l'État jusqu'à maintenant a provoqué un regain d'incertitude et a transformé une crise de crédit en une énorme crise de liquidité d'envergure mondiale.

Nous pouvons tirer une importante leçon de cette crise : certaines institutions financières sont trop grandes pour succomber, d'autres pas. La distinction entre les deux est très ténue, et nous ne saurons qui était trop grande que lorsqu'elle aura succombé. Il est inimaginable que des dirigeants politiques veuillent éprouver les limites du système financier comme l'expliquait si bien un député républicain lorsqu'on lui demanda pourquoi il a voté contre le plan de sauvetage de 700 milliards \$: « On nous demande de choisir entre le pain et la liberté, et je soutiens que le peuple américain a opté pour la liberté. »

D'abord et avant tout, il faut rétablir la confiance. Warren Buffett disait dernièrement que « la confiance dans les marchés et les institutions s'apparente beaucoup à l'oxygène : quand on l'a, on peut passer des années sans y penser. Mais il suffit qu'elle disparaisse l'espace de cinq minutes pour qu'on ne pense à rien d'autre. Et je crains que les marchés de crédit aient été privés de leur oxygène. » Espérons seulement que les dirigeants politiques sauront agir promptement et résolument pour rétablir la confiance avant que ce manque d'oxygène n'altère les fonctions cérébrales du marché.

Au Canada, les écarts se sont considérablement élargis au troisième trimestre, les écarts bancaires génériques de 5, 10 et de 30 ans ayant respectivement augmenté de 102, 110 et 113 points centésimaux. La courbe bancaire générique a clôturé le troisième trimestre à 285, 315 et 320 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 160, 167 et 172 points pour ces trois secteurs.

Puisque les écarts de crédit se sont élargis, les obligations de sociétés ont rapporté -1,12 % pendant le trimestre, contre +0,90 % pour les obligations fédérales. Ainsi, les obligations de sociétés ont vu

baisser leur rendement à 4,27 % pour les cinq dernières années et à 5,71 % pour les dix dernières, comparativement à 4,99 % et à 5,63 % pour les obligations fédérales, ce qui a effacé la totalité de la surperformance enregistrée par cette catégorie d'actif au cours des dix dernières années.

Montant des nouvelles émissions (millions \$)

	Troisième trimestre		
	2007	2008	Différence
Obligations de sociétés	41 001	49 110	20%
Titrisation (ABS, CMBS)	5 251	4 858	-7%
Émetteurs étrangers	14 550	405	-97%
Total :	60 802	54 373	-11%

Source : Banque CIBC

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



	Écarts de crédit (p.c.) - titres de sociétés			Variation	
	30 sept 08	30 juin 08	31 déc 07	trimestrielle	année à date
Banque Royale					
5 ans	285	183	125	102	160
10 ans	315	205	148	110	167
30 ans	320	207	148	113	172
Bell Canada					
5 ans	470	460	330	10	140
10 ans	525	490	375	35	150
30 ans	545	500	400	45	145
Loblaws					
5 ans	340	315	185	25	155
10 ans	390	340	235	50	155
30 ans	470	420	320	50	150
GTAA					
5 ans	185	128	103	57	82
10 ans	205	148	117	57	88
30 ans	235	155	125	80	110
TransCanada Pipelines					
5 ans	225	155	93	70	132
10 ans	275	192	112	83	163
30 ans	320	225	156	95	164

Source : Financière Banque Nationale

COMMENTAIRES SUR LES MARCHES (SUITE)

Les obligations internationales et devises

Tout comme en début d'année, les inquiétudes par rapport à la stabilité du système financier des États-Unis s'accroissent à mesure que certaines entreprises rencontrent des difficultés financières. Cette fois-ci, les problèmes se propagent à l'Europe et à l'Asie, entraînant une recherche de qualité vers les titres obligataires émis par les gouvernements mondiaux, avec une demande accrue pour les échéances plus courtes. L'indice Government Bond Index (GBI) Global de JP Morgan a affiché un rendement de 2,7 % au cours de cette période, ce qui le porte à 2,9 % jusqu'à maintenant en 2008.

L'indice GBI couvert contre le risque de fluctuation de devise par rapport au dollar canadien a aussi augmenté de 2,7 % pour le troisième trimestre de 2008.

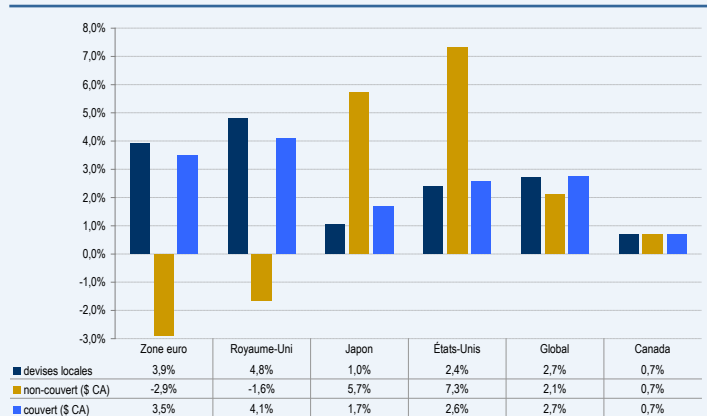
Bien que le dollar canadien ait faibli par rapport au dollar des États-Unis, le huard s'est apprécié contre les autres devises majeures. L'indice GBI non couvert exprimé en dollars canadiens a terminé le trimestre en hausse de 2,1 %, soit une augmentation de 10,0 % depuis le début de 2008.

Concentrés principalement aux États-Unis jusqu'à maintenant, les problèmes liés à la crise actuelle ont gagné l'Europe dans la dernière partie du trimestre. Ce faisant, les préoccupations des banques centrales par rapport à l'inflation se sont estompées à mesure que le trimestre progressait. Les problèmes des secteurs immobilier et bancaire ont poussé le marché obligataire britannique en hausse de 4,8 % lors du dernier trimestre.

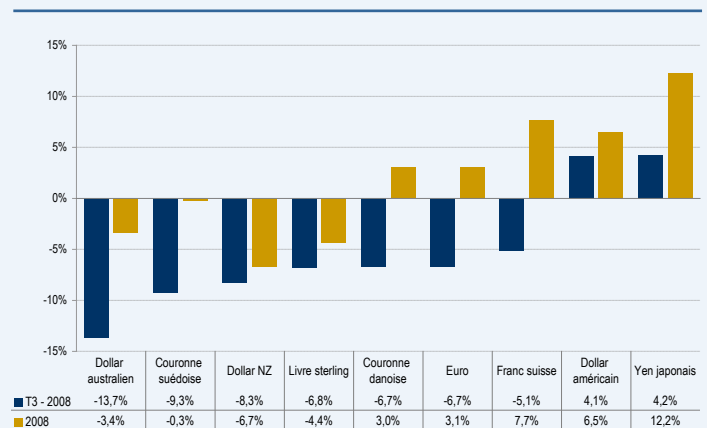
Malgré la hausse du taux directeur de 25 points centésimaux de la Banque centrale européenne en début de trimestre, l'anticipation de problèmes financiers et économiques par les pays membres a soutenu les marchés obligataires de la zone euro. Bien que les primes de risque de certains pays tels l'Italie et l'Espagne se soient élargies par rapport à l'Allemagne, les marchés de la zone euro ont progressé, en moyenne, de 3,9 %.

Malgré les secousses sur les marchés financiers américains infligées par les débâcles de Fannie Mae, Freddie Mac, Lehman, AIG et autres, le marché obligataire des États-Unis n'a progressé que de 2,4 % pendant le trimestre. Le fait que la Réserve fédérale s'attaque davantage à liquéfier le système par rapport à assouplir davantage sa politique monétaire explique cette performance moindre. Notons que ce marché avait, plus que les autres, déjà anticipé des problèmes financiers et économiques puisqu'il est maintenant en hausse de 4,7 % depuis le début de 2008.

Rendements trimestriels des obligations internationales T3-2008



Variation des devises vs le dollar canadien T3-2008



Évolution taux mondiaux 10 ans



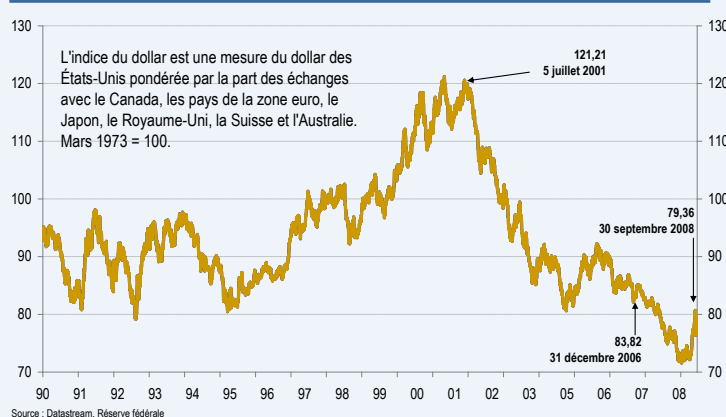
COMMENTAIRES SUR LES MARCHES (SUITE)

Malgré le recul important des prix des produits de base lors du dernier trimestre, le dollar canadien ne s'est déprécié que contre le yen japonais (-4,0 %) et le dollar des États-Unis (-4,0 %). Le dollar canadien s'est transigé aussi bas que 0,9240 \$ par rapport au billet vert au cours du trimestre, son niveau le plus bas depuis août 2007, pour terminer le trimestre à 0,9407 \$. La faiblesse économique anticipée des pays européens poussait le dollar canadien à la hausse de près de 7 % contre l'euro et la livre sterling.

Le sentiment que la faiblesse économique et financière aux États-Unis se transmettrait aux autres régions du monde a ramené le dollar des États-Unis de son bas niveau. Les perspectives de portage moins intéressantes provenant de titres libellés en devises autres que le dollar américain ainsi que l'obligation de diminuer les risques par de nombreux participants ont également soutenu le billet vert. Sur la base de l'importance des échanges avec les pays majeurs, le dollar américain s'est apprécié de près de 10,0 % pendant le trimestre.

Taux directeurs des politiques monétaires (%)					
	déc-07	juin-08	sept-08	Variation (p.c.) trimestrielle	Variation (p.c.) annuelle
Canada	4,25	3,00	3,00	0	-125
États-Unis	4,25	2,00	2,00	0	-225
Europe	4,00	4,00	4,25	25	25
Royaume-Uni	5,50	5,25	5,00	-25	-50
Japon	0,50	0,50	0,50	0	0

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



Taux de change					
	31-déc-07	30-juin-08	30-sept-08	Variation trimestrielle	Variation 2008
Devises de référence \$ US					
Euro	1,4588	1,5755	1,4116	-10,40%	-3,24%
Dollar canadien	1,0021	0,9797	0,9407	-3,98%	-6,12%
Yen japonais	0,0090	0,0094	0,0094	0,08%	5,37%
Couronne danoise	0,1956	0,2113	0,1892	-10,45%	-3,30%
Livre sterling	1,9864	1,9935	1,7834	-10,54%	-10,22%
Dollar NZ	0,7660	0,7617	0,6707	-11,95%	-12,45%
Dollar australien	0,8756	0,9583	0,7944	-17,10%	-9,27%
Franc suisse	0,8826	0,9795	0,8922	-8,91%	1,09%
Couronne suédoise	0,1546	0,1663	0,1448	-12,91%	-6,36%
Devises de référence \$ CA					
Euro	1,4557	1,6081	1,5005	-6,69%	3,07%
Dollar américain	0,9979	1,0207	1,0630	4,14%	6,52%
Yen japonais	0,0089	0,0096	0,0100	4,23%	12,25%
Couronne danoise	0,1952	0,2156	0,2011	-6,74%	3,01%
Livre sterling	1,9822	2,0348	1,8958	-6,83%	-4,36%
Dollar NZ	0,7644	0,7775	0,7129	-8,30%	-6,74%
Dollar australien	0,8737	0,9781	0,8444	-13,67%	-3,36%
Franc suisse	0,8808	0,9998	0,9484	-5,14%	7,68%
Couronne suédoise	0,1543	0,1697	0,1539	-9,30%	-0,25%