

# INTÉRÊT TRIMESTRIEL

## POINT DE VUE

### AUX GRANDS MAUX LES GRANDS MOYENS

La récession profonde et synchronisée qui frappe actuellement l'économie mondiale a amené gouvernements et banques centrales à puiser au fond de leur coffre à outils et à user d'ingéniosité pour ramener la confiance des investisseurs et des consommateurs envers le système financier.

Utilisant l'outil de politique monétaire, les banques centrales ont systématiquement abaissé les taux directeurs depuis l'automne 2007. Ces taux se retrouvent maintenant près de leur plancher absolu à la fin du premier trimestre de 2009 et la plupart des banques centrales ont indiqué que ces taux y demeureront aussi longtemps qu'il le faudrait, c'est-à-dire tant que les taux d'intérêt de plus longue échéance n'auront eux aussi diminué.

Taux directeurs des politiques monétaires (%)					
	déc-07	déc-08	mars-09	Variation (p.c.) trimestrielle	Variation (p.c.) déc. 2007 à ce jour
Canada	4,25	1,50	0,50	-100	-375
États-Unis	4,25	0,25	0,25	0	-400
Europe	4,00	2,50	2,00	-50	-200
Royaume-Uni	5,50	2,00	1,00	-100	-450
Japon	0,50	0,10	0,10	0	-40

Poussant encore plus loin, les banques centrales ont mis sur pied des programmes afin d'améliorer la liquidité du système financier. Le programme de prise en pension ou de rachats directs de titres privés mis en place par la Banque du Canada ou encore le « Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) » de la Réserve fédérale ont pour but l'utilisation du bilan de la banque centrale pour alléger celui des institutions financières et ainsi améliorer la disponibilité du crédit.

#### Assouplissement quantitatif

Lorsque les taux directeurs s'approchent de zéro et que la relance tarde à se manifester, les banques centrales peuvent directement apporter de la liquidité au système financier en utilisant la planche à billets. La Banque du Japon en 2001, soit plus de dix ans après le début de la crise précédente, avait utilisé ce mécanisme d'assouplissement quantitatif en mettant les liquidités ainsi créées par la banque centrale à la disposition des banques commerciales qui devaient ensuite les prêter aux entreprises et consommateurs. Pour que l'effet sur l'activité économique soit maximisé, il faut bien sûr que la demande de crédit soit au rendez-vous même si l'offre a été facilitée.

La Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon de nouveau ont déjà agi au premier trimestre, soit un an et demi après le début de la crise. La « Fed » a annoncé que l'ajout de liquidités résulterait de l'achat de

titres hypothécaires, d'agences et de titres du Trésor des États-Unis. En procédant ainsi, la « Fed » ajoute des liquidités certes, mais s'assure aussi de créer une pression baissière sur les taux de un an et plus et de resserrer les écarts de crédit des titres hypothécaires voire pour l'ensemble des écarts de crédit.

Les banques centrales européenne et canadienne ont évoqué l'application possible d'une forme d'assouplissement quantitatif. La Banque du Canada précisera d'ailleurs le 23 avril les modalités d'application qu'on suppose près de la forme utilisée au Royaume-Uni, c'est-à-dire que la banque centrale achèterait des titres de crédit. La Banque du Canada espère que la seule évocation de l'assouplissement quantitatif produise l'effet désiré sur le niveau des taux de référence et sur les écarts de crédit. La banque centrale canadienne garde sûrement un œil sur des lendemains meilleurs qui obligeront les banques centrales à retirer de la liquidité du marché en revendant des titres achetés dans le cadre des opérations d'assouplissement quantitatif. Rappelons que l'hésitation de la Banque du Canada à implanter le rachat de titres traduit la conjoncture plus favorable de notre système financier. Voilà pour le côté monétaire.

#### Programmes spéciaux

La politique budgétaire est aussi interpellée pour stabiliser le système financier et pour relancer l'activité économique. Dans la plupart des pays, la crise a ramené les dépenses publiques à l'avant-scène et reporté aux calendes grecques l'équilibre budgétaire chèrement acquis dans certains pays, dont le Canada. Les derniers budgets des gouvernements provinciaux et fédéral canadiens visent des mesures de soutien plus directes à la consommation et au logement ainsi que des mesures à plus long terme tels les programmes d'infrastructure.

Ces mesures sont plutôt usuelles et fonctionnent dans le cas d'une récession traditionnelle. On conviendra toutefois du caractère exceptionnel de la conjoncture et de la nécessité de redresser le système financier. C'est à ce titre que les gouvernements ont imaginé de nombreux programmes. Aux États-Unis, le gouvernement précédent avait créé le « Troubled Asset Relief Program », ou TARP, pour alléger le poids des actifs affaiblis qui minent plus d'une grande banque commerciale. Plus récemment, le département du Trésor a créé un programme de partenariat public privé en utilisant une partie des fonds alloués au TARP. Tous ces programmes spéciaux font partie du plan de stabilité financière (« Financial Stability Plan ») qui comporte en outre le « Capital Assistance Program » qui permettra aux banques de maintenir le capital nécessaire à la poursuite des opérations. Le gouvernement pourra ainsi injecter du capital sous forme d'actions privilégiées convertibles en actions ordinaires en cas de détérioration de la conjoncture.

## POINT DE VUE (SUITE)

Toutes ces mesures résulteront en un déficit important aux États-Unis. Mais la récession frappe aussi l'économie mondiale et en plus des mesures nationales, la récente réunion du G-20 témoigne de l'importance de la collaboration internationale. Les pays membres ont reconnu la nécessité de maintenir l'apport de capital aux pays en développement et de limiter les entraves au commerce international. Notons que les efforts du G-20 visent aussi à stabiliser le système financier international et impliquent le Fonds monétaire international (FMI).

Certes, les mesures qui ont été mises en place jusqu'ici visent à restaurer le système financier et sa capacité de procurer du crédit à des conditions normales. Mais la

stabilité du système financier est encore source de bien des préoccupations; la santé de plusieurs institutions financières demeure précaire. Ce n'est que lorsque les banques cesseront de faire appel au support de l'État que nous aurons des preuves que le système s'est stabilisé et que l'économie se trouve sur la voie de la guérison. Il sera alors temps pour les banques centrales et les gouvernements de revenir aux objectifs de stabilité des prix et d'équilibre budgétaire sans oublier de réviser la réglementation des institutions financières. D'ici ce temps, il faudra consacrer beaucoup de ressources pour rétablir le patient et prévenir une rechute.

### Les grands moyens

Pour clarifier la portée des divers acronymes qui sont amenés par le gouvernement des États-Unis et certaines de ses institutions, nous vous proposons une brève description des principaux programmes mis sur pied pour répondre à la crise économique et financière.

**TARP** Troubled Assets Relief Program (Programme de soutien aux actifs en difficulté)

Le TARP a été créé sous l'égide du département du Trésor, soit l'équivalent d'un ministère des finances aux États-Unis. Le TARP est un programme cadre qui englobe plusieurs autres programmes dont quelques-uns qui sont répertoriés ici. Le but du TARP est de favoriser la stabilité du système financier.

**CAP** Capital Assistance Program (Programme d'aide à la capitalisation)

Ce programme fait partie du TARP. Il résulte d'une évaluation faite par le gouvernement de la capitalisation d'une banque dans des conditions de dégradation de la conjoncture. Si l'évaluation conclut à une insuffisance de capital, la banque devra alors obligatoirement recourir aux marchés pour lever le capital nécessaire ou émettre des actions privilégiées, convertibles en actions ordinaires, achetées par le gouvernement.

**CPP** Capital Purchase Program (Programme d'achat de capital)

À la différence du CAP, le CPP est un programme volontaire par lequel une banque émet des actions privilégiées, convertibles en actions ordinaires, achetées par le gouvernement pour accroître son capital.

**CBLI** Consumer and Business Lending Initiative (Programme de prêts aux entreprises et aux consommateurs) Ce programme est pourvu d'une enveloppe de 200 milliards \$ permettant de dégeler des actifs titrisés composés de prêts aux consommateurs et entreprises.

**TALF** Term Asset-Backed Loan Facility (Programme de financement à terme des titres adossés) Ce programme, initialement doté d'une enveloppe de 200 milliards \$ et augmenté plus tard à 1 billion \$, est géré par la Réserve fédérale et accorde des prêts de trois ans garantis par la tranche AAA d'actifs titrisés. Ce programme vise à redonner de la liquidité aux marchés des titres adossés à des actifs (Asset Backed Securities ou ABS) et à en réduire les écarts de crédit que la Fed juge démesurément élevés.

**PPIP** Public-Private Investment Program (Programme d'investissement public privé)

Ce programme associe la société d'assurance-dépôt et la Réserve fédérale, via le TALF, au département du Trésor en consacrant de 75 à 100 milliards \$ de capital pour alléger le fardeau que constituent certains prêts et actifs titrisés sur le bilan des banques. Selon ce programme, le secteur privé participe à l'évaluation des actifs et participe à leur acquisition avec le secteur public. Les profits et pertes résultant de ces opérations seront partagés.

# COMMENTAIRES ÉCONOMIQUES

## International

La propagation de la crise de liquidité à l'ensemble de l'économie mondiale a passablement assombri les perspectives de croissance qui sont maintenant de 0,5 % pour 2009 selon le FMI. Autant les économies industrialisées que les économies en développement suivent une trajectoire baissière. Autrefois sources de croissance, les économies en développement telles celles de la Chine et de l'Inde succombent à la baisse de la demande émanant des pays industrialisés. C'est ainsi qu'en 2008 la croissance a atteint 9,0 % en Chine et 7,2 % en Inde, un ralentissement marqué par rapport à 11,9 % en Chine et 9,3 % en Inde en 2007. Les taux de croissance prévus pour 2009 par le FMI en janvier dernier pour ces deux pays sont de 6,7 % et de 5,1 %.

Selon le FMI, les perspectives sont encore plus sombres pour l'Europe et le Japon, eux aussi victimes du ralentissement. L'Europe a affiché un bien faible taux de croissance de 1,0 % en 2008 et reculera de 2,0 % en 2009 alors que le Japon affichait déjà une contraction de son PIB de 0,3 % en 2008 et s'enfoncera davantage de 2,6 % en 2009.

## États-Unis

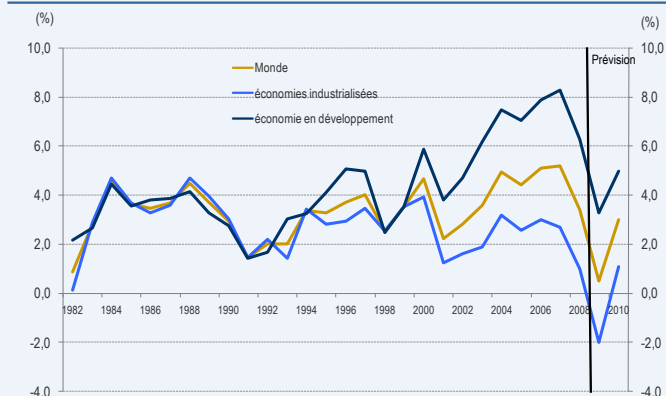
L'épicentre de l'effondrement de l'économie mondiale se situe aux États-Unis où les excès des dernières années, souvent financés, ont amené le PIB à se replier de 6,3 % en rythme annualisé au quatrième trimestre portant la croissance pour l'ensemble de 2008, une année de récession, à 1,1 %. L'année 2009 traduira davantage la récession en cours alors que le tarissement du crédit et de la consommation plongeront l'économie des États-Unis en décroissance.

Les listes de paie ont diminué de plus de 2 millions de travailleurs au premier trimestre de 2009 alors qu'elles s'étaient contractées d'un peu plus de 3 millions en 2008.

Criblé de dettes au moment même où les emplois disparaissent, le consommateur des États-Unis baisse les bras. Ainsi, les ventes au détail chutaient de 10 % au cours des deux premiers mois de l'année. En baisse annuelle de plus de 38 % au cours du premier trimestre de 2009, les ventes de véhicules automobiles neufs peignent une image encore plus sombre de la consommation.

Le gouvernement des États-Unis a donc toute une tâche devant lui s'il désire contrer l'absentéisme du consommateur. Le répit qu'accorde le bas taux d'inflation (0,2 % en février) à la politique monétaire lui facilitera la tâche mais la route s'annonce longue et sinueuse.

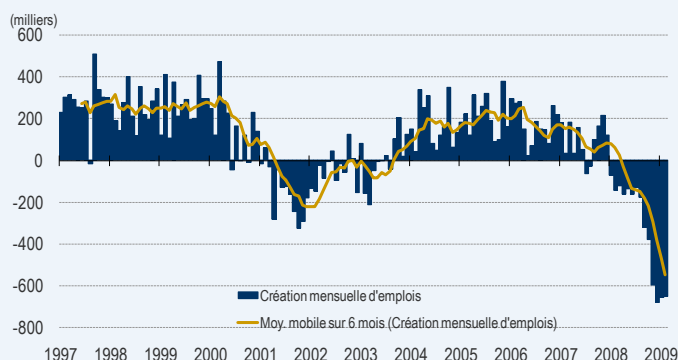
### Prévision de croissance - FMI



Source: FMI, janvier 2009

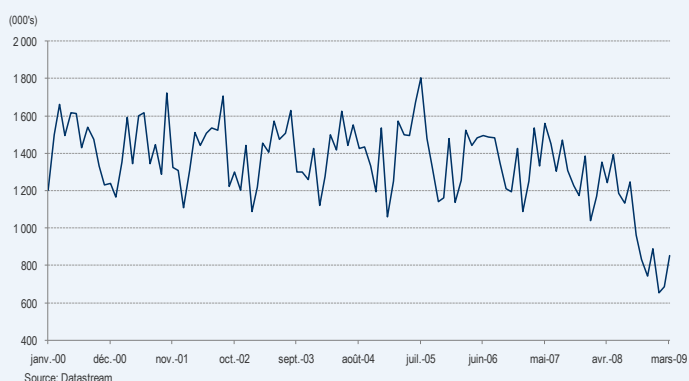
### Création d'emplois aux États-Unis

selon l'enquête auprès des entreprises non agricoles



Source : Datastream

### Total des ventes des véhicules États-Unis



Source: Datastream

# COMMENTAIRES ÉCONOMIQUES (SUITE)

## Canada

Malgré un repli de 3,4 % en termes annualisés au quatrième trimestre de 2008, l'économie canadienne aura progressé de 0,5 % pour l'ensemble de l'année. Moins hypothéquée que celle de son principal partenaire commercial, l'activité économique au pays a souffert des difficultés de l'économie des États-Unis et de leur effet sur le secteur extérieur et sur la demande intérieure.

Le secteur extérieur s'est effondré à la fin de 2008. Malgré tout, le secteur a contribué à la croissance au dernier trimestre alors que les importations ont diminué plus rapidement que les exportations.

Le ralentissement aux États-Unis a fini par faire plier le marché du travail canadien au quatrième trimestre de 2008. Les difficultés se sont poursuivies au cours du premier trimestre de 2009 alors que l'emploi chutait de près de 250 000 en moyenne par rapport au trimestre précédent poussant le taux de chômage à 7,6 %.

Alors que la demande intérieure avait soutenu l'activité économique au pays, le recul de l'emploi à la fin de 2008 en a causé l'effondrement. La demande intérieure finale avait ralenti la cadence au cours de l'année avant de reculer de 1,2 % au dernier trimestre. Ce tassement semblait se poursuivre au premier trimestre de 2009 alors que les ventes au détail ont reculé de 5,8 % en janvier.

Tout comme aux États-Unis, le gouvernement du Canada interviendra pour compenser le repli du secteur privé. En janvier dernier, le gouvernement fédéral a déposé un budget qui prévoit des déficits cumulés de 84 milliards \$ pour les quatre prochains exercices. Malgré un faible déficit prévu de 1,1 milliard \$ pour l'exercice terminé le 31 mars dernier, l'encours de la dette du gouvernement fédéral en février 2009, soit 493 milliards \$, était en hausse de près de 103 milliards \$ par rapport à la fin du mois de mars 2008. Cette augmentation signifie la fin de la baisse de la dette fédérale relative au PIB pour les prochaines années.

### INDICATEURS ÉCONOMIQUES

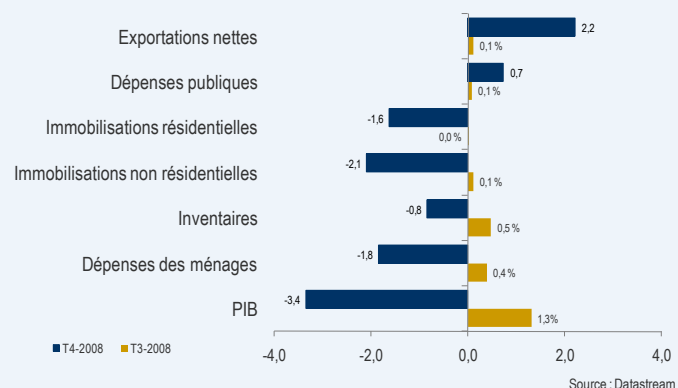
(variation annuelle en %)\*

	ÉTATS-UNIS		CANADA	
	2008	2009	2008	2009
PIB RÉEL	1,1	n.d.	0,5	n.d.
TAUX DE CHÔMAGE **	5,8	8,1	6,2	7,6
INFLATION	3,8	0,1	2,3	1,3
VENTES AU DÉTAIL	-0,4	-8,8	3,2	-5,8
PRODUCTION INDUSTRIELLE	-2,2	-11,3	-4,1	-7,8
UTILISATION DE LA CAPACITÉ **	77,6	70,7	77,8	n.d.
EXPORTATIONS DE BIENS	12,4	-21,5	5,7	-17,8
IMPORTATIONS DE BIENS	7,3	-29,6	6,7	-7,6

\* Plus récentes données cumulatives (au 9 avril 2009)

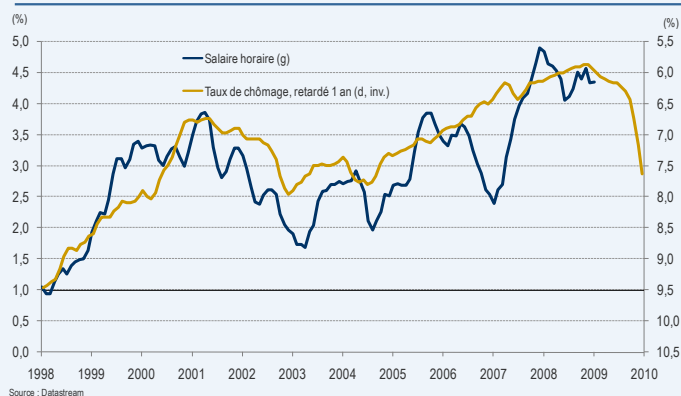
\*\* Moyenne

## Sources de la croissance au Canada

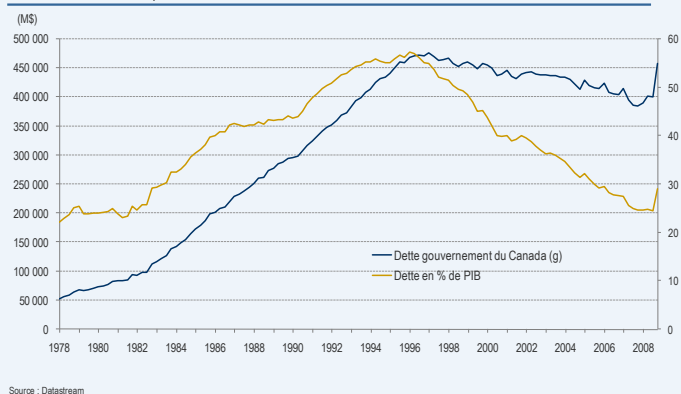


## Salaire horaire et taux de chômage - Canada

variation annuelle - moyenne mobile de trois mois



## Encours de la dette gouvernement du Canada en millions de \$



## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS

### Politiques monétaires et tendance des taux

Le meilleur moyen de caractériser les mesures prises par les banques centrales et par les gouvernements au dernier trimestre serait le suivant : recourir à presque toutes les solutions, puis décider après coup de laisser tomber le « presque ». Les banques centrales ont voulu adopter « toutes les mesures nécessaires » pour combattre l'aggravation de la crise financière et de la récession et pour tenter de rétablir la confiance sur les marchés. Si l'on tient compte de tous les programmes aux acronymes bizarres en plus des stimulants budgétaires et des mesures non traditionnelles, l'on s'aperçoit que le taux directeur n'est pas le seul élément à surveiller.

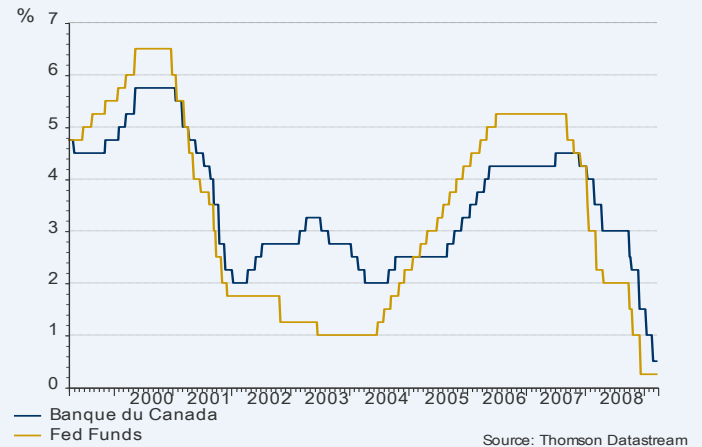
Au début du trimestre, la Banque du Canada a baissé, de 0,50 % son taux de financement à un jour pour le ramener à 1 %, son niveau le plus faible depuis la création de l'institution en 1934. La semaine suivante, la Réserve fédérale décidait de garder son taux cible dans une fourchette comprise entre zéro et 25 points centésimaux, soulignant que la situation économique justifiait le maintien, « pendant quelque temps », de taux très bas. La Fed a aussi laissé entendre qu'elle pourrait acheter des obligations d'État de plus long terme si jamais une telle mesure améliorerait les marchés privés du crédit.

Au début de mars, la Banque du Canada rabaisait une nouvelle fois de 0,50 % son taux directeur pour l'amener à 0,50 %. Depuis la fin de décembre 2007, la Banque a retranché 375 points centésimaux à son taux directeur. Elle a fait valoir que son taux cible pourrait demeurer à ce niveau, voire baisser, jusqu'à ce qu'il y ait des signes tangibles d'amélioration sur le plan économique. La Banque a évoqué la possibilité de mettre en place d'autres mesures telles l'assouplissement quantitatif et du crédit.

Plus tard, la Fed a maintenu sa cible pour le taux des fonds fédéraux. Cependant, elle a annoncé une foule d'autres mesures - voilà que disparaît le « presque » - dans la foulée d'une expansion importante de son bilan. En effet, la Fed achètera une tranche supplémentaire de 750 milliards \$ de titres adossés à des créances hypothécaires d'agences, portant ainsi à 1,25 billion \$ le total de ces titres achetés durant l'année. Elle espère ainsi soutenir les marchés des prêts hypothécaires et du crédit et acheter jusqu'à 200 milliards \$ de titres de créance d'agences. Pour faciliter l'accès des ménages au crédit, elle élargira vraisemblablement la gamme des garanties admissibles dans le cadre du programme TALF. Enfin, la Fed annonçait qu'elle montait officiellement dans le train de l'assouplissement quantitatif, rejoignant ainsi le Royaume-Uni, le Japon et la Suisse. La Réserve fédérale achètera jusqu'à 300 milliards \$ d'obligations d'État de plus long terme au cours des six prochains mois. Les achats couvriront toutes les échéances de la courbe de rendement,

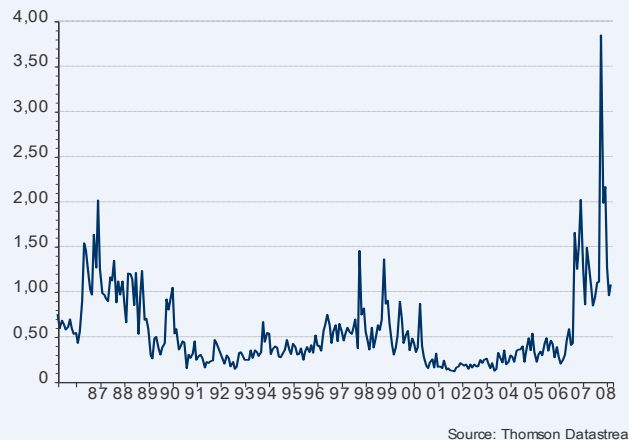
mais se concentreront dans le milieu de la courbe. La Fed imprimera de l'argent pour acheter des titres de créance, confirmant ainsi sa volonté de prendre tous les moyens voulus pour rétablir la stabilité économique et financière.

### Taux directeurs des politiques monétaires nord américaines

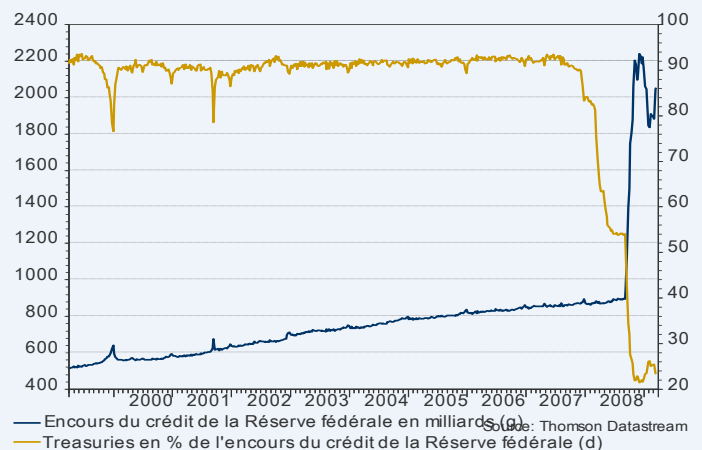


### Marché interbancaire aux États-Unis

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 MARCHÉS (SUITE)

L'important assouplissement des politiques monétaires et l'injection massive de liquidités des grandes banques centrales depuis maintenant plusieurs mois gardent les taux de court terme à des niveaux extrêmement bas. Par ailleurs, les taux de plus long terme, au premier trimestre de 2009, ont connu un certain renversement de la tendance baissière du trimestre précédent.

Au Canada, l'indice DEX a généré un rendement de 1,52 % au premier trimestre. C'est le secteur de moyen terme qui a procuré le meilleur rendement de l'indice, soit 2,55 % comparativement à 1,70 % pour le secteur de court terme et 0,30% pour le secteur de long terme. Le rendement plus élevé des obligations provinciales et surtout de sociétés a rehaussé le rendement de l'indice.

Le FOMC a réitéré que le taux cible des « fed funds » demeurerait exceptionnellement bas (0 - 25 %) pour une période prolongée. Ainsi, le taux d'intérêt de 2 ans aux États-Unis a fluctué entre 0,68 % et 1,11 % et clôturait le trimestre à 0,80 %.

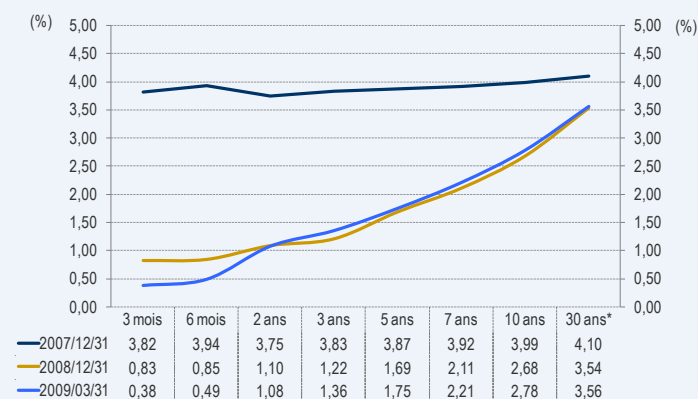
Le taux d'intérêt de long terme aux États-Unis a connu une remontée aussi spectaculaire que la chute prononcée qui s'était produite en fin d'année 2008. De 2,68 % au 31 décembre 2008, ce taux a atteint 3,84 % en mars et concluait le trimestre à 3,53 %. L'importante volatilité des taux de long terme fut alimentée à la fois par l'implantation du programme d'assouplissement quantitatif, par un calendrier chargé d'émissions de titres du Trésor et par l'anticipation d'inflation que tant de mesures peuvent engendrer.

Ainsi l'écart entre les taux de 2 et de 30 ans est passé de 191 points centésimaux à 273 points centésimaux en 3 mois, une accentuation prononcée de la courbe de rendement des États-Unis.

Au Canada, la récession annoncée et l'aboutissement du taux directeur à 0,50 % a fait converger les taux de 2, 5 et 10 ans jusqu'à leur niveau le plus bas de l'histoire soit 0,91 %, 1,53 % et 2,56 % au cours du trimestre. Pour sa part, le taux de 30 ans n'est pas redescendu au bas historique atteint au trimestre précédent (3,39 %).

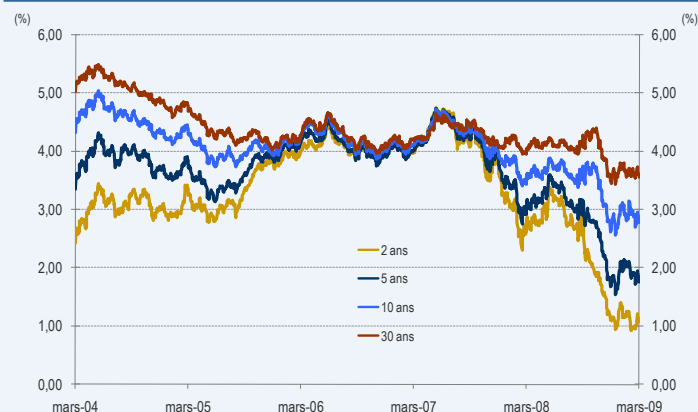
Suivant l'implantation des programmes d'assouplissement quantitatif à travers le monde, l'annonce de la Banque du Canada qu'elle énoncerait les détails d'un programme similaire dans son rapport sur la politique monétaire d'avril amène de la spéculation à la baisse sur les taux et sur les écarts de crédit. D'autre part, l'annonce du gouvernement conservateur d'un retour en déficit pour l'exercice courant (1,1 milliard \$) ainsi que pour les 4 prochains exercices (dont 33,7 milliards \$ pour 2009-2010 et 29,8 milliards \$ pour 2010-2011) gonfle le

### Courbes canadiennes de rendement

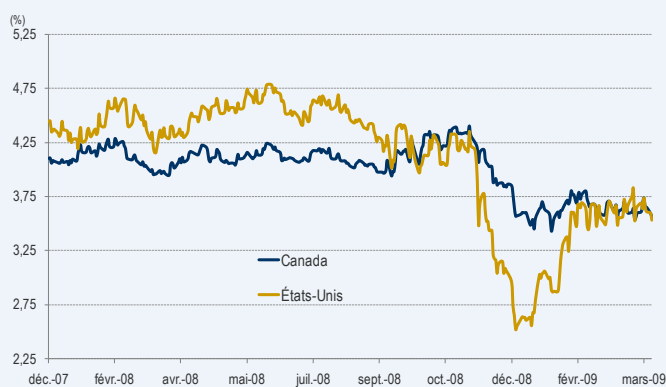


\* Changement d'obligation de référence le 1<sup>er</sup> janvier 2009

### Évolution des taux obligataires canadiens la courbe se pentifie



### Obligations Canada et États-Unis 30 ans décembre 2007 - mars 2009



## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

programme de financement du gouvernement fédéral à un niveau record de 82 milliards \$ pour l'exercice 2009-2010 ce qui pousse les taux en hausse. Pour compléter son programme, la Banque du Canada augmentera la fréquence des émissions au calendrier et réintroduira une échéance de 3 ans.

Les variations de taux pour les échéances de 2, 5, 10 et 30 ans étaient respectivement de -2, +6, +10 et +10 points centésimaux (en tenant compte du changement d'obligation de référence) entre le 31 décembre et le 31 mars. Les plages de fluctuation de chacune des échéances étaient généralement élevées soit 48, 84, 59 et 38 points centésimaux.

Amorcée au dernier trimestre de 2008, l'accentuation de la courbe de 2 à 30 ans s'est poursuivie dans une moindre ampleur au cours du trimestre. De 244 points centésimaux au 31 décembre, l'écart entre les taux de 2 et 30 ans est passé à 272 points centésimaux au début mars pour conclure le trimestre à 248 points centésimaux pendant les trois derniers mois.

Les taux canadiens ont nettement moins augmenté que les taux aux États-Unis. À noter, les taux de chaque secteur ont atteint un niveau inférieur à leurs pendants des États-Unis à un moment au cours du trimestre. L'écart de taux de 30 ans a connu la chute la plus prononcée passant de 86 points centésimaux à 3 points centésimaux le 31 mars. Les écarts de 2, 5 et 10 ans ont diminué de 6, 5 et 35 points au cours du trimestre pour s'établir à 28, 9 et 12 points le 31 mars.

### Les obligations à rendement réel (ORR)

Le taux des ORR canadiennes de long terme a encore fléchi au cours du premier trimestre, passant de 2,15 % au début du trimestre à 1,83 % à la fin. Comportement similaire aux États-Unis où le taux des ORR de long terme reculait de 29 points centésimaux pour s'établir à 2,10 %. Ainsi, le taux d'inflation anticipée au Canada a augmenté de 42 points centésimaux pour atteindre 1,81 %, se rapprochant de la cible d'inflation de la Banque du Canada. L'inflation anticipée s'est aussi accrue aux États-Unis passant de 0,66 % à 1,45 % en fin de trimestre.

Au premier trimestre de 2009, l'indice ORR a enregistré un rendement de 4,66 % comparativement à un rendement de -0,02 % pour les obligations de long terme du gouvernement du Canada. La bonne tenue de l'indice ORR contraste avec la contreperformance enregistrée au cours des trimestres précédents alors que les investisseurs délaissaient ce type d'obligations compte tenu des pressions déflationnistes anticipées découlant de la mauvaise conjoncture.

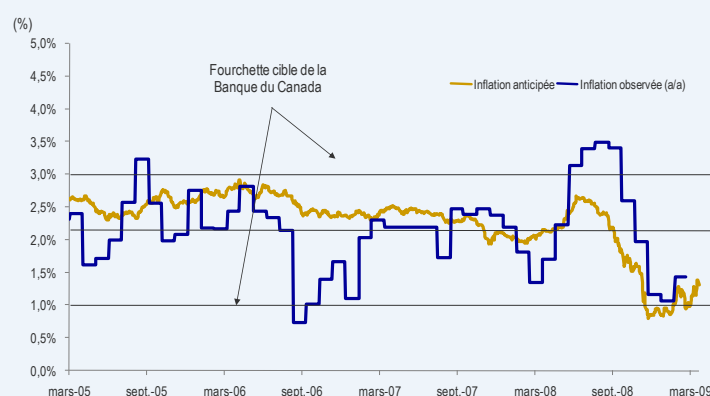
Écarts de rendement des obligations Canada et États-Unis 10 ans (en points centésimaux)



	Taux de rendement (%)			Variation (p.c.)	
	31-mars-09	31-déc-08	31-mars-08	T1-2009	2008
<b>Canada</b>					
3 mois	0,38	0,83	1,87	-45	-299
2 ans	1,08	1,10	2,62	-2	-265
5 ans	1,75	1,69	2,91	6	-218
10 ans	2,78	2,68	3,44	10	-131
30 ans*	3,56	3,54	3,95	2	-56
<b>États-Unis</b>					
3 mois	0,16	0,03	1,35	13	-313
2 ans	0,80	0,76	1,58	4	-229
5 ans	1,66	1,55	2,44	11	-189
10 ans	2,66	2,21	3,41	45	-181
30 ans	3,53	2,68	4,29	85	-177
<b>Écarts de rendement Canada/É.U. (p.c.)</b>					
3 mois	22	80	52	-58	14
2 ans	28	34	104	-6	-36
5 ans	9	14	47	-5	-29
10 ans	12	47	3	-35	50
30 ans	3	86	-34	-83	121

\*Changement d'obligation de référence le 1<sup>er</sup> janvier 2009

Inflation observée et anticipée par les obligations à rendement réel mars 2005 - mars 2009



## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

### Les obligations provinciales

Au cours du trimestre, les obligations provinciales ont procuré un rendement de 0,63 %, soit un peu plus que celui des obligations du Canada (0,57 %). Le trimestre a été marqué par l'annonce d'importants déficits pour plusieurs provinces mais aussi d'un retour à une volatilité plus « normale » des écarts de crédit à l'échelle mondiale.

Les primes de risque des titres de moins de 5 ans ont beaucoup diminué tandis que les écarts de titres de plus de 10 ans augmentaient. Dans le secteur de 30 ans, les écarts ont terminé le trimestre à 149 points pour le Québec, à 126 pour l'Ontario et à 126 pour la Colombie-Britannique, soit des élargissements de 2, 2 et 3 points respectivement.

Le retour des déficits a d'abord été annoncé par la Colombie-Britannique (495 millions \$) qui a dû amender sa loi sur les budgets équilibrés jusqu'à l'exercice 2011-2012 et ainsi faire face au ralentissement économique. Le 19 mars, Québec suivait avec des déficits prévus de plus de 3 milliards \$ pour ses 2 prochains exercices; le retour à l'équilibre budgétaire est prévu pour 2013-2014. Mais c'est l'Ontario qui annonçait à l'encre rouge foncé des déficits de 14 et 12 milliards \$ pour les 2 prochains exercices et un retour en territoire positif pour l'exercice 2015-2016. Les besoins de financement des provinces ont du coup augmenté; l'Ontario écrira d'ailleurs une nouvelle page d'histoire avec des programmes de financement de plus de 30 milliards \$ pour les 3 prochains exercices.

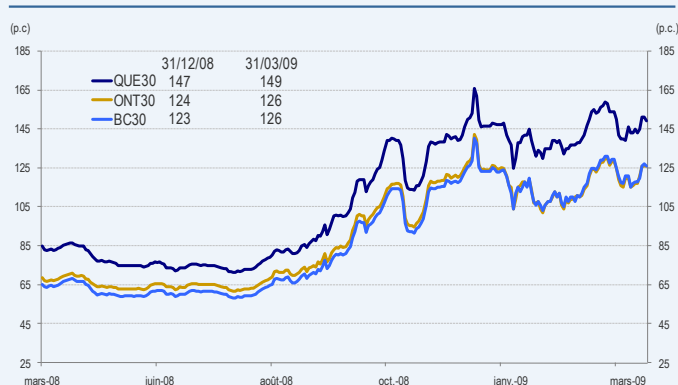
Peu nombreux en mars, les financements opérés par les provinces au cours du trimestre ont été généralement bien reçus. Dans le contexte actuel, les émetteurs s'assurent de bien remplir leurs carnets de commandes avant de procéder à de nouvelles émissions. L'Ontario a émis jusqu'à 850 millions \$ à quelques reprises, en offrant chaque fois deux échéances (la taille habituelle des financements de l'Ontario était de 600 millions \$).

Jusqu'à l'annonce des résultats budgétaires de l'Ontario, les écarts de la province de Québec avait augmenté. Notamment, dans le secteur de 30 ans, l'écart est passé de 23 à 29 points centésimaux avant de retourner à 23 points centésimaux le 31 mars.

Le rétrécissement des écarts de court terme résultant des annonces du programme d'assouplissement quantitatif et de crédit par la Banque du Canada ainsi que l'augmentation à 125 milliards \$ du programme de rachat des hypothèques lors du budget fédéral.

Les titres des agences fédérales ont aussi bénéficié de ce resserrement des primes des titres de moins de 5 ans. Ainsi, le secteur des agences procurait un rendement de 1,32 %, une surperformance de 75 points centésimaux comparativement aux titres du gouvernement du Canada.

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



	Écarts de rendement (p.c.)			Variation	
	31-mars-09	31-déc-08	31-mars-08	T1-2009	2008
<b>Québec/Canada</b>					
5 ans	108	130	72	-22	87
10 ans	180	174	81	6	118
30 ans	149	147	85	2	84
<b>Ontario/Canada</b>					
5 ans	99	119	69	-20	79
10 ans	167	155	71	12	108
30 ans	126	124	69	2	74
<b>C.-B./Canada</b>					
5 ans	105	124	67	-19	86
10 ans	157	148	59	9	107
30 ans	126	123	65	3	77
<b>yankees/ "US Treasuries"</b>					
Qc 30 ans	151	112	56	39	45

Province émettrice	Cote DBRS	Budget (Millions)		Programme d'emprunt (Millions)	
		2009/10	2009/10	2009/10	2008/09
Alberta <sup>1</sup>	AAA	-4 700	2 675	1 685	
Colombie-Britannique	AA (high)	-495	5 810	5 622	
Manitoba	A (high)	48	3 253	2 783	
Nouveau-Brunswick	A (high)	-741	2 400	1 914	
Terre-Neuve	A	-75	0	0	
Ontario	AA	-14 100	34 800	24 300	
Québec <sup>2</sup>	A (high)	-3 946	11 878	11 112	
Hydro-Québec	A (high)		2 100	1 100	
Saskatchewan	AA (low)	425	1 190	911	

<sup>1</sup> Alberta - Inklus Alberta Treasury Branch & Alberta Capital Finance Authority

<sup>2</sup> Inklus Financement Québec

Nouvelle-Ecosse et I.P.E budget non-disponible en date de rapport de gestion

## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

### Les obligations de sociétés

Au lendemain d'un quatrième trimestre dévastateur, le marché s'est tourné vers le nouveau président, Barack Obama et, son nouveau secrétaire au Trésor, Tim Geithner. On a voulu aussi connaître l'avis d'autres hauts fonctionnaires et dirigeants de banques centrales du monde entier afin de trouver une solution - n'importe laquelle - capable d'apporter un élément de stabilité.

D'abord, au début du trimestre, on a beaucoup parlé de la création d'une banque d'accumulation aux États-Unis. Cette possibilité a toutefois été écartée début février lorsque le secrétaire au Trésor Tim Geithner a rendu public son premier plan, au demeurant particulièrement flou. On a lancé l'idée que les banques américaines pourraient subir des contrôles de solvabilité et qu'une sorte de mécanisme d'investissements publics/privés s'occuperait de leurs actifs existants. Malgré tout, les appréhensions du marché demeurent et il en est résulté un élargissement des écarts.

Par ailleurs, les banques canadiennes ont continué de surpasser leurs homologues mondiales. Chacune des six grandes banques a dégagé un bénéfice durant le trimestre, tout en affichant un ratio de capital de première catégorie d'environ 10 %. Les banques ont continué à émettre des actions privilégiées et des titres de première catégorie, tant et si bien que le Canada a été le seul pays du monde où les banques ont pu émettre des titres de capital hybrides, preuve de leur grande solidité. Ces valeurs ainsi que d'autres obligations de sociétés ont trouvé rapidement preneurs auprès d'investisseurs individuels.

L'humeur des marchés a viré à 180 degrés lorsque Citigroup et Bank of America ont déclaré un bénéfice deux mois de suite. Pendant que circulaient d'autres nouvelles et rumeurs encourageantes, comme le désir et la possibilité que les banques américaines remboursent l'État beaucoup plus tôt que prévu, le marché boursier repartait à la hausse et les écarts de crédit rétrécissaient. La diffusion d'autres détails du programme d'investissements publics/privés a semblé, tout à la fois, rassurer le marché et le plonger dans la perplexité. En revanche, au terme d'une année et demie de mauvaises nouvelles, les investisseurs sont apparus moins négatifs. Les marchés du crédit sont devenus un peu plus liquides; par contre, les écarts offre-demande sont demeurés accentués, tant et si bien que le coût de négociation est resté élevé. Malgré tout, le calendrier des nouvelles émissions a commencé à se remplir. Au Canada, de nouvelles émissions ont été lancées dans plusieurs secteurs : services financiers, communications, services publics, produits industriels et immobilier; la variété a également caractérisé les modalités des émissions et les catégories de notation.

Le trimestre a connu sa part de nouvelles négatives, comme la flopée de décotes déclenchée par le prolongement

de la crise du crédit, sans oublier la profondeur et la durée éventuelles de la récession. Une décote notable a été celle de GE Capital. Après des mois, voire une année complète de négociation à des niveaux incompatibles avec la plus haute cote de crédit, l'entreprise a finalement perdu sa cote AAA. L'ampleur de la décote a été bien inférieure à ce que le marché craignait : un cran pour S&P et deux pour Moody's, les deux agences ayant abaissé leur cote respective à AA+ et Aa2, avec perspectives stables dans les deux cas.

Bonne nouvelle! Suite à l'annulation de la privatisation de Bell Canada, les 3 agences de notation ont redonné à l'entreprise ses lettres de noblesse [A (faible), BBB+, Baa1], provoquant ainsi le rétrécissement des écarts.

Le budget déposé par le gouvernement canadien a également eu des incidences sur les obligations de sociétés. Le gouvernement prêtera son soutien à la location de véhicules en achetant des titres adossés à des actifs. L'enveloppe du programme de rachat de prêts hypothécaires a été relevée de 50 milliards \$ et totalise maintenant 125 milliards \$. Les assureurs-vie canadiens ont maintenant la possibilité d'émettre des titres de créance garantis par l'État, à l'image du programme établi pour les banques.

Les obligations de sociétés ont surpassé les obligations d'État durant le trimestre, rapportant 3,48 % contre 0,88 %, résultat contraire à celui du trimestre précédent.

	Montant des nouvelles émissions (millions \$)		
	T4-2008	T1-2009	Différence
Obligations de sociétés	6 254	10 280	64%
Titrisation (ABS, CMBS)	-	-	0%
Émetteurs étrangers	-	-	0%
<b>Total :</b>	<b>6 254</b>	<b>10 280</b>	<b>64%</b>

Source : Banque CIBC

	Écarts de crédit (p.c.) - titres de sociétés				Variation
	31 mars 09	31 déc 08	31 déc 07	trimestrielle	
<b>Banque Royale</b>					
5 ans	330	450	125	-120	325
10 ans	345	465	148	-120	317
30 ans	345	465	148	-120	317
<b>Bell Canada</b>					
5 ans	370	510	330	-140	180
10 ans	430	540	375	-110	165
30 ans	475	540	400	-65	140
<b>Loblaw</b>					
5 ans	350	420	185	-70	235
10 ans	410	470	235	-60	235
30 ans	495	540	320	-45	220
<b>GTAA</b>					
5 ans	275	360	103	-85	257
10 ans	300	370	117	-70	253
30 ans	335	370	125	-35	245
<b>TransCanada Pipelines</b>					
5 ans	265	385	93	-120	292
10 ans	310	420	112	-110	308
30 ans	380	460	156	-80	304

Source : Financière Banque Nationale

## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

### Les obligations internationales et devises

Le scénario envisagé par les marchés obligataires lors du dernier trimestre de 2008, à savoir qu'il y aurait des rachats massifs de titres long terme par les banques centrales et que les économies mondiales prendraient des années à se redresser, s'est partiellement effrité lors du dernier trimestre. Ainsi, après avoir affiché le meilleur rendement trimestriel de l'indice international Government Bond Index depuis sa création en 1991 avec une hausse de 6,2 % pour le trimestre terminé le 31 décembre dernier, le GBI a reculé de 0,3 % au cours du premier trimestre de 2009.

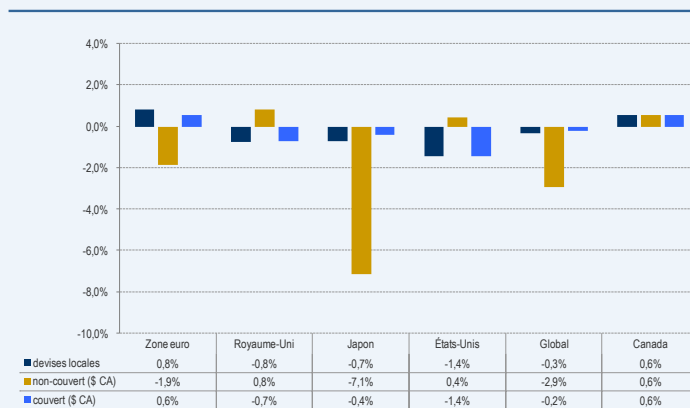
Les baisses de taux de la Banque du Canada ont réduit considérablement l'avantage de couverture. L'indice GBI couvert contre le risque de fluctuation de devise par rapport au dollar canadien a terminé le trimestre à la baisse de 0,2 %.

Les dépréciations du yen et de l'euro par rapport au dollar canadien ont fait reculer l'indice GBI non couvert exprimé en dollars canadiens de 2,9 % lors du premier trimestre de 2009.

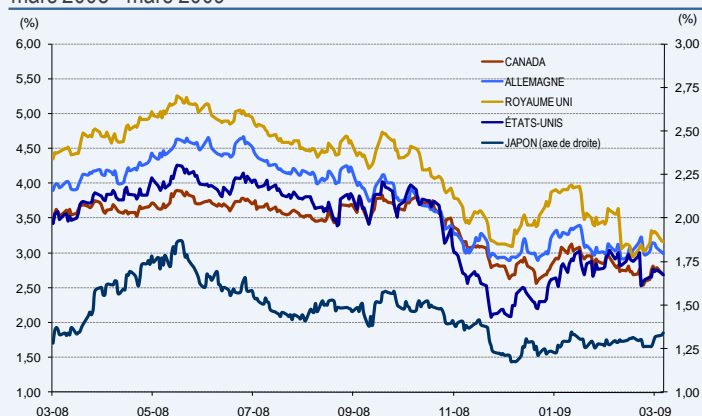
Suite à un gain de 14,3 % lors du dernier trimestre de 2008, le marché obligataire des États-Unis a subi le recul le plus important du premier trimestre de 2009, soit 1,4 %. Les attentes des marchés étaient grandes suite à la rencontre du FOMC en décembre et à la mention d'assouplissement quantitatif par le biais d'achats de titres du Trésor de long terme. Ce sont plutôt les importantes émissions prévues par le Trésor des États-Unis pour l'année 2009, évaluées à près de 3 500 milliards \$, qui ont cependant retenu l'attention tout au long du trimestre. Touchant un creux de 2,06 % au cours du mois de décembre, les obligations de 10 ans du gouvernement transigeaient à 3,02 % au début de mars, pour éventuellement terminer le trimestre à 2,66 %.

Malgré les baisses de taux agressives de la Banque d'Angleterre depuis l'automne dernier, la faiblesse du système financier ainsi que les craintes d'une demande insuffisante pour combler l'offre importante d'obligations (Gilts) nécessaire pour financer les actions gouvernementales ont fait reculer le marché obligataire britannique en début de trimestre. Les taux ont augmenté malgré l'effet stabilisateur de l'annonce d'assouplissement quantitatif par le biais de l'achat de titres gouvernementaux annoncé au début de mars. Le marché britannique a terminé le trimestre à la baisse de 0,8 %.

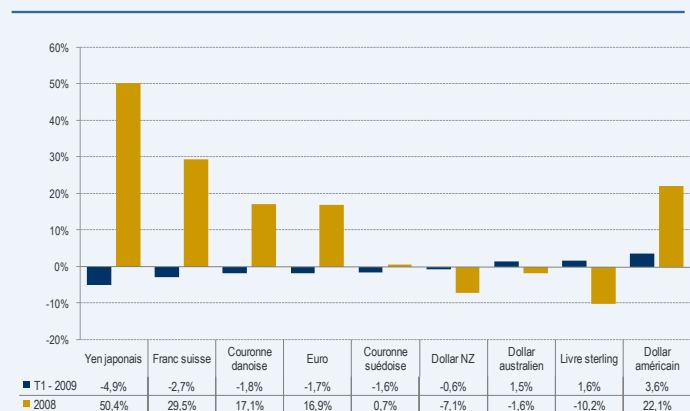
Rendements trimestriels des obligations internationales T1-2009



Évolution taux mondiaux 10 ans mars 2008 - mars 2009



Variation des devises vs le dollar canadien T1-2009



## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

Les marchés de la zone euro ont affiché le meilleur rendement du trimestre, en hausse de 0,8 %. La BCE a finalement cédé aux pressions et a réduit son taux directeur de 50 points centésimaux en fin de trimestre, soit une baisse plus importante qu'anticipé. De plus, le rétrécissement d'écart de rendement de pays tels l'Italie et l'Espagne ont soutenu les marchés. L'annonce d'efforts fiscaux moindres de la part des pays de la zone euro a également allégé les craintes liées à l'offre qu'ont rencontrées d'autres pays.

Après un répit en décembre dernier, le dollar des États-Unis a poursuivi son appréciation amorcée en juillet dernier. La valeur refuge que constitue le billet vert en ces temps d'incertitude continue de le soutenir. Le dollar s'est donc apprécié contre l'ensemble des devises majeures lors du dernier trimestre, étant aussi soutenu par les baisses de taux des autres principaux pays ainsi que par la diminution du déficit commercial des États-Unis. Il s'est notamment apprécié de 8,9 % contre le yen et de 5,4 % contre l'euro.

Le dollar canadien fut beaucoup moins volatil que lors du dernier trimestre de 2008 étant donné la plus grande stabilité relative des marchés boursiers et des prix des produits de base. La dépréciation du huard contre le billet vert s'est poursuivie lors du dernier trimestre. D'un niveau de 0,8204 à la fin de 2008, le dollar canadien a terminé le trimestre à 0,7918, en baisse de 3,5 %. Le dollar canadien s'est cependant ressaisi contre le yen et l'euro, en s'appréciant de, respectivement, 4,7 % et 1,8 % pendant le trimestre.

### Taux directeurs des politiques monétaires (%)

	déc-07	déc-08	mars-09	Variation (p.c.) trimestrielle	Variation (p.c.) déc. 2007 à ce jour
Canada	4,25	1,50	0,50	-100	-375
États-Unis	4,25	0,25	0,25	0	-400
Europe	4,00	2,50	2,00	-50	-200
Royaume-Uni	5,50	2,00	1,00	-100	-450
Japon	0,50	0,10	0,10	0	-40

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



### Taux de change

	31-déc-07	31-déc-08	31-mars-09	Variation trimestrielle	Variation annuelle 2008
Devises de référence \$ US					
Euro	1,4588	1,3964	1,3243	-5,16%	-4,28%
Dollar canadien	1,0021	0,8204	0,7918	-3,49%	-18,13%
Yen japonais	0,0090	0,0110	0,0101	-8,26%	23,09%
Couronne danoise	0,1956	0,1876	0,1778	-5,22%	-4,11%
Livre sterling	1,9864	1,4603	1,4323	-1,92%	-26,48%
Dollar NZ	0,7660	0,5827	0,5592	-4,02%	-23,94%
Dollar australien	0,8756	0,7052	0,6910	-2,01%	-19,46%
Franc suisse	0,8826	0,9355	0,8782	-6,12%	5,99%
Couronne suédoise	0,1546	0,1275	0,1211	-5,05%	-17,53%
Devises de référence \$ CA					
Euro	1,4557	1,7020	1,6726	-1,73%	16,92%
Dollar américain	0,9979	1,2189	1,2630	3,62%	22,15%
Yen japonais	0,0089	0,0134	0,0128	-4,94%	50,36%
Couronne danoise	0,1952	0,2287	0,2245	-1,80%	17,13%
Livre sterling	1,9822	1,7800	1,8090	1,63%	-10,20%
Dollar NZ	0,7644	0,7102	0,7063	-0,55%	-7,09%
Dollar australien	0,8737	0,8595	0,8727	1,53%	-1,63%
Franc suisse	0,8808	1,1402	1,1091	-2,73%	29,46%
Couronne suédoise	0,1543	0,1555	0,1530	-1,61%	0,74%