

## INTÉRÊT TRIMESTRIEL

### POINT DE VUE

#### Le retour du balancier ?

Il y a à peine plus de six mois, les marchés financiers nous annonçaient que nous allions vivre une période semblable à la Grande Dépression. Comme l'avait énoncé le célèbre économiste Paul Samuelson, « le marché boursier a correctement identifié neuf des cinq dernières récessions ». Certes, l'économie mondiale est toujours en récession mais elle a jusqu'ici évité une répétition de la Grande Dépression, scénario auquel plusieurs avaient conclu à la lecture des oracles boursiers et obligataires de la fin de 2008. Mais le renversement récent de la tendance des marchés boursiers ne garantit pas la fin de la récession malgré les prétentions de Lacy Hunt, autre gourou des marchés : « Le marché boursier a déjà donné un mauvais signal en termes d'anticipation des récessions mais il ne s'est jamais trompé en annonçant le début de la reprise avant que la récession ne soit terminée ».

Les principaux marchés boursiers ont repris du mieux au cours du dernier trimestre alors que l'indice STP/TSX affichait un rendement total trimestriel parmi les plus élevés de son histoire, soit 19,97 %. Depuis le début de l'année, le comportement du marché obligataire canadien traduisait le même optimisme pour l'économie. En effet, le sous-indice corporatif progressait de 10,19 % (17,55 % pour le sous-indice corporatif long terme) tandis que le rendement des obligations du gouvernement du Canada était de -1,70 %.

Ce faible rendement des titres du gouvernement du Canada s'explique par un retour du balancier à partir de niveaux historiquement bas. Ces taux avaient atteint un creux alors que les investisseurs y trouvaient refuge pendant la tempête. Ce mouvement haussier des taux de référence résulte aussi de l'augmentation des dépenses publiques qui se sont substituées aux dépenses du secteur privé comme moteur de l'activité économique pour éviter les écueils de la dépression. Les besoins de financement s'en trouvent donc augmentés.

Qu'en est-il de la toile de fond économique? Bien que les marchés financiers semblent nous indiquer le retour à des jours meilleurs, la santé des indicateurs économiques demeure précaire. Nous apprenions à la veille de la fête de l'indépendance des États-Unis que 467 000 emplois avaient disparu des listes de paie des entreprises en juin. Les célébrations du 4 juillet n'auront probablement pas été aussi joyeuses que lors des années de croissance effrénée. Avant cette rechute, le marché du travail semblait pourtant s'améliorer.

Parmi les signes d'amélioration de la conjoncture, notons la remontée du prix des produits de base. Le prix du baril de pétrole est passé de 39,19 \$ à la fin de 2008 à 49,39 \$ à la fin du mois de mars 2009 à 69,97 \$ le 30 juin dernier. Il y a donc un vent d'optimisme qui semble souffler sur l'économie.

Le redressement des marchés financiers témoigne d'un état plus stable de l'économie. La tempête qui a frappé à la fin de 2008 a ébranlé les convictions de plusieurs. Peu à peu, les repères qui ont été balayés par les vents violents refont surface. Il faut évidemment s'assurer que ces bornes n'ont pas été déplacées et que les éléments qui déterminent la valeur des actifs financiers n'ont pas changé.

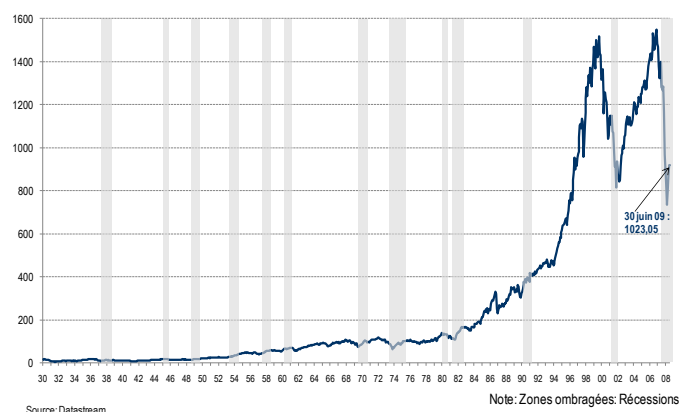
Il n'y a bien sûr pas de certitude face à l'avenir. Toutefois, les interventions musclées, voire sans précédent des gouvernements et des banques centrales pendant la crise visaient à éviter le pire. Cet objectif semble avoir été atteint. Nous sommes revenus à des niveaux plus près de la normale en termes d'écart de rendement alors que les cours boursiers des titres bancaires, fortement dépréciés par le passage de la tempête, se sont redressés.

Mais il existe une marge entre le pire et la normalité. Cette marge est assurément moindre qu'au plus fort de la crise. Mais nous devrions peut-être revoir notre définition de la normalité. Le niveau des indices boursiers a augmenté mais combien de temps mettra-t-il pour retourner à son sommet d'avant la crise? Quant aux écarts de crédit, doivent-ils aussi retourner à leur valeur antérieure?

La crise que nous avons connue soulève bien des interrogations, notamment quant à l'évaluation des actifs financiers. La douce euphorie suscitée par un contexte marqué de taux d'intérêt bas et de faibles écarts de crédit nous a bercés d'insouciance avant que les contrecoups de la crise ne nous réveillent brusquement. Depuis, les marchés financiers ont à leur tour rebondi et on peut se demander jusqu'où nous amènera ce retour du balancier.

En définitive, il est probable que la reprise, quand elle viendra, sera très graduelle. Nous croyons qu'il reste donc avisé de ne pas trop escompter à la lettre les mouvements à court terme souvent exagérés des marchés financiers.

#### Indice S&P 500 et récessions



Source: Datastream

Note: Zones ombragées: Récessions

# COMMENTAIRES ÉCONOMIQUES

## International

L'économie mondiale a traversé un creux cyclique très prononcé au premier semestre de 2009. Selon le Fonds Monétaire International, la contraction généralisée de l'activité laisse entrevoir une baisse du PIB mondial de 1,4 % cette année, soit une première baisse dans la série sur le PIB mondial qui débute en 1970. Toujours selon le FMI, cette baisse serait suivie d'une reprise modérée de 2,5 % en 2010 qui reprendrait un rythme de croisière d'au-delà de 4 % à compter de 2011.

Le repli des économies industrialisées projeté à -3,8 % en 2009 est très fort et aucune région n'y échappe. Le FMI demeure particulièrement pessimiste dans ses perspectives pour la zone euro (-4,8 %) et le Japon (-6,0 %).

Dans les économies émergentes, même si la croissance estimée en 2009 reste positive à 1,5 %, elle dénote tout de même un sérieux ralentissement de son rythme de croisière de 6 à 8 % des six années précédentes.

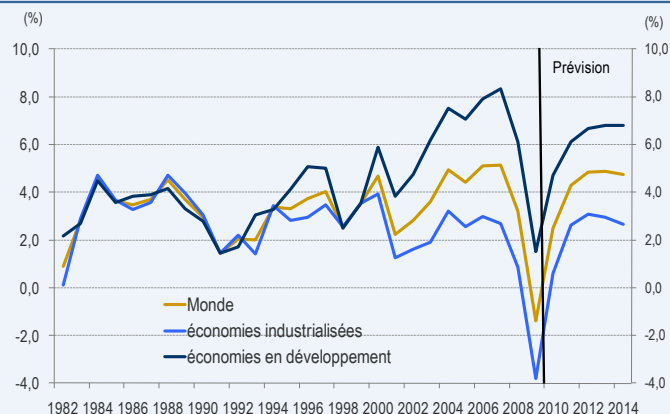
## États-Unis

La contraction de l'économie américaine au quatrième trimestre de 2008 (-6,3 %) et au premier trimestre de 2009 (-5,5 %) s'est avérée aussi prononcée parce qu'il s'agit de la première récession depuis celle de 1990 où la consommation s'est repliée de façon marquée. En effet, dans les replis récents, c'était surtout l'investissement qui périclitait tandis que les dépenses de consommation des ménages faisaient preuve de plus de persistance. Dans la récession actuelle, le consommateur américain a fini par capituler, ébranlé par la perte de 6,5 millions d'emplois et accablé par le poids de l'endettement massif accumulé pendant les années de consommation excessive et de spéculation immobilière. Dans les entreprises, la réaction au recul de la demande a été prompte: elles ont vite réduit la production et les stocks de marchandises et ralenti leurs investissements en biens de capitaux.

La reprise de l'activité pourrait être assez rapide du côté des entreprises compte tenu de l'état plutôt dégarni des stocks. Quant au consommateur, il doit retrouver une certaine marge de manœuvre financière et reprendre confiance. Il y a déjà du progrès à ce chapitre car, avec la récession, le taux d'épargne s'est redressé à 6,9 % en mai. Si un niveau similaire est maintenu, une situation financière plus saine sera rétablie tout en permettant une croissance modérée et soutenable de la consommation.

Le gouvernement fédéral et la Réserve fédérale ont adopté des mesures énergiques pour stabiliser le système financier, appuyer les ménages en difficulté et soutenir la construction d'infrastructures. Toutes ces initiatives semblent avoir commencé à porter fruit mais certaines dépenses ne produiront d'effet qu'au cours des prochains mois à cause des délais de mise en œuvre. Le sentier vers la reprise reste donc tortueux et jonché d'embûches.

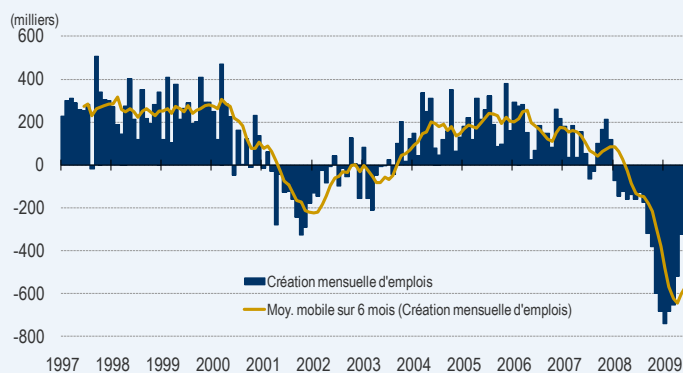
### Prévision de croissance - FMI



Source: FMI, avril 2009

### Création d'emplois aux États-Unis

selon l'enquête auprès des entreprises non agricoles



Source: Datastream

### Taux d'épargne - États-Unis

épargne en % du revenu disponible



Source: Datastream

# COMMENTAIRES ÉCONOMIQUES (SUITE)

## Canada

Même si l'économie canadienne n'est pas minée par des excès aussi forts que ceux de l'économie des États-Unis, à compter de l'automne 2008, elle n'a pu échapper plus longtemps aux effets d'entraînement négatifs de la récession mondiale.

Au premier semestre de 2009, le repli de l'activité économique (-5,4 % à rythme annualisé au premier trimestre) et la détérioration du marché de l'emploi (-286 000) ont pesé aussi lourd au Canada qu'aux États-Unis. Le consommateur canadien a lui aussi perdu son enthousiasme telle qu'en témoigne la baisse d'avril de -6,2 % des ventes au détail par rapport à l'année précédente. Le centre industriel du pays, situé surtout en Ontario et au Québec, a été durement frappé par la baisse des exportations surtout vers notre voisin du Sud. Pour l'Ouest canadien, la longue période de prospérité exceptionnelle est pour l'instant interrompue. Le tout a commencé par la baisse des exportations de matériaux de construction vers les États-Unis. Plus récemment, les exportations d'énergie vers le Sud ont été touchées ainsi que celles des produits de base vers les économies émergentes.

Compte tenu du grand degré d'ouverture de l'économie canadienne (les exportations représentent 35 % à 40 % du PIB) et que la demande intérieure a pris du plomb dans l'aile suite à la forte hausse du taux de chômage (8,6 % en juin), le contexte mondial doit s'améliorer pour stimuler notre reprise. Par contre, une fois enclenchée, la reprise canadienne pourra vite compter sur un rebond de la demande intérieure car les stocks sont dégarnis, notre marché immobilier s'est déjà stabilisé et la situation financière du consommateur canadien reste somme toute meilleure qu'aux États-Unis.

Finalement, l'impact de la récession sur les finances publiques est dévastateur. Le ministre des finances, Jim Flaherty, estimait récemment que le déficit 2009-2010 sera de l'ordre de 50 milliards \$, pulvérisant l'ancien record de 39,5 milliards \$ de 1992-1993. Le retour des besoins de financement élevés est donc reconfirmé.

### INDICATEURS ÉCONOMIQUES

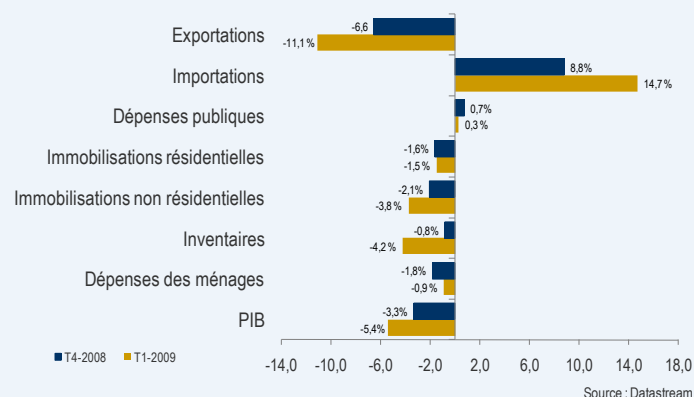
(variation annuelle en %)\*

	ÉTATS-UNIS		CANADA	
	2008	2009	2008	2009
PIB RÉEL	1,1	-2,5	0,4	-2,1
TAUX DE CHÔMAGE **	5,8	8,7	6,2	8,0
INFLATION	3,8	-0,4	2,3	0,8
VENTES AU DÉTAIL	-0,7	-9,2	3,4	-5,6
PRODUCTION INDUSTRIELLE	-2,2	-12,1	-4,2	-8,7
UTILISATION DE LA CAPACITÉ **	77,6	69,7	78,0	69,3
EXPORTATIONS DE BIENS	12,2	-23,0	5,8	-22,6
IMPORTATIONS DE BIENS	7,5	-32,0	6,7	-11,7

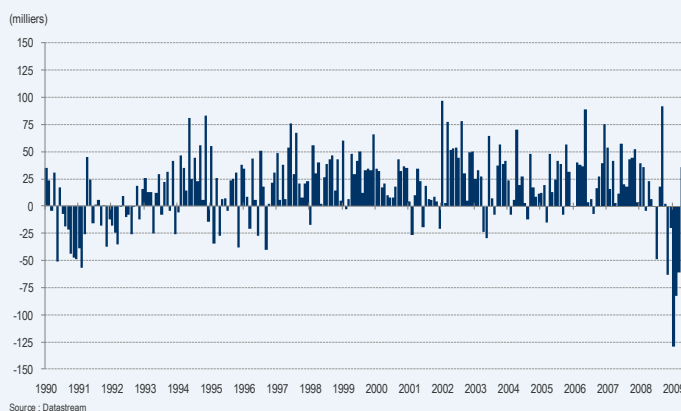
\* Plus récentes données cumulatives (au 10 juillet 2009)

\*\* Moyenne

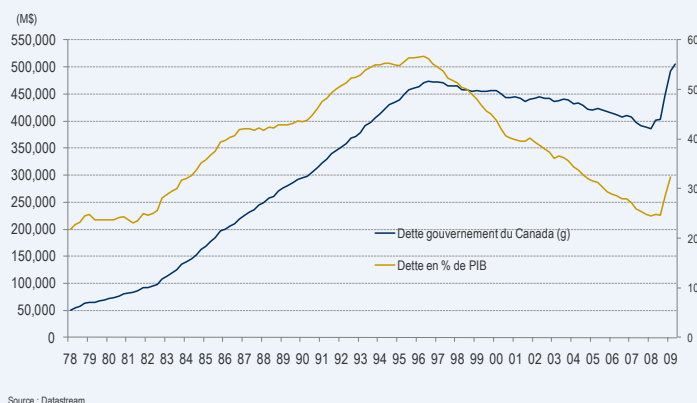
## Sources de la croissance au Canada



## Création d'emplois - Canada



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



## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS

### Politiques monétaires et tendance des taux

Jusqu'où peut-elle baisser les taux? En avril, la Banque du Canada a réduit son taux cible de 0,25 % pour le fixer à 0,25 %; la baisse depuis décembre 2007 totalise maintenant 425 points centésimaux. La Banque a affirmé qu'elle maintiendrait les taux à leur niveau actuel jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010, sous réserve des perspectives de l'inflation. C'était la première fois qu'une banque centrale établissait aussi clairement la direction que prendront les taux! Les prévisions à l'égard de l'inflation ont été révisées à la baisse; on s'attend maintenant à ce qu'elle ne remonte au taux cible de 2 % qu'au troisième trimestre de 2011. La Banque a aussi annoncé qu'elle convertirait une partie de ses prises en pension existantes, assorties d'échéances de un et trois mois, en prises de pension assorties d'échéances de six et douze mois, confirmant son engagement à maintenir le taux directeur à son niveau actuel.

Après la publication en avril du Rapport sur la politique monétaire, on s'attendait à avoir plus de détails sur l'assouplissement quantitatif et l'assouplissement direct du crédit, mais très peu de renseignements ont été dévoilés. En effet, la Banque n'a pas précisé le moment, le type, la durée ou l'importance des mesures potentielles.

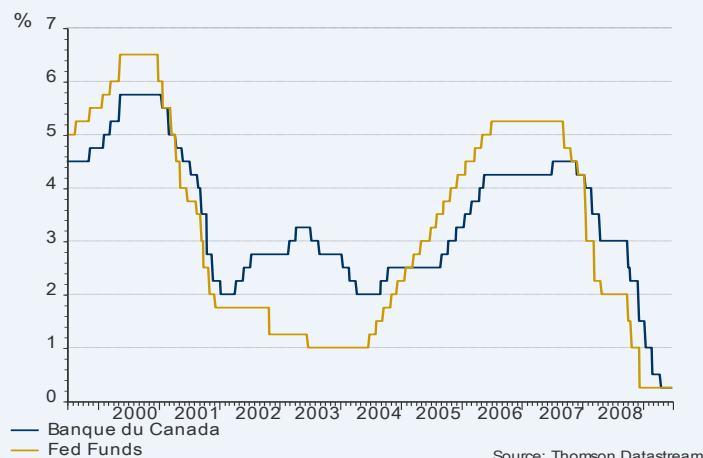
De son côté, la Fed a de nouveau confirmé son engagement à utiliser « tous les outils disponibles pour favoriser la reprise économique et préserver la stabilité des prix ». Elle n'a pas été aussi précise que la Banque du Canada, affirmant simplement que le taux des fonds fédéraux demeurerait à un niveau exceptionnellement bas (0 % à 0,25 %) pendant longtemps. Elle a toutefois indiqué que le ralentissement économique semblait s'atténuer, ce qui laisse penser qu'elle évaluera les programmes non traditionnels mis en place à la lumière de ce changement.

À sa réunion de juin, la Banque du Canada a laissé son taux de financement à un jour inchangé à 0,25 % et a réitéré sa promesse conditionnelle de ne pas y toucher jusqu'au milieu de 2010. Elle n'a pas mentionné l'assouplissement quantitatif ni l'assouplissement direct du crédit, mettant plutôt l'accent sur l'amélioration des conditions de crédit, des prix des produits de base et de la confiance des consommateurs et des entreprises. Par conséquent, la Banque n'aura sans doute pas à intervenir davantage sur le plan de la politique monétaire.

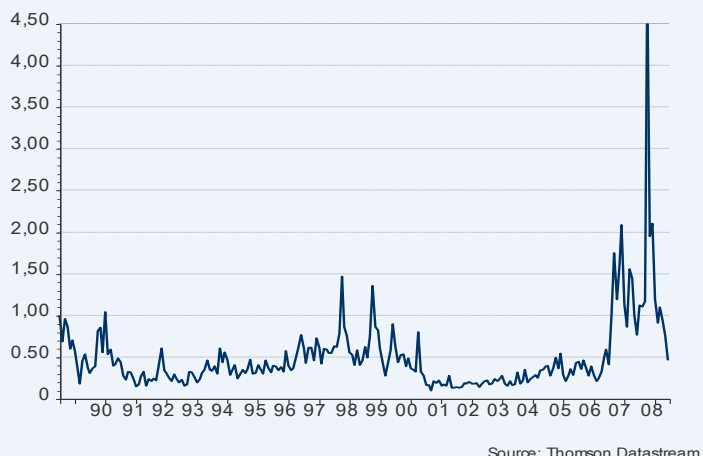
Parallèlement, la Fed a réaffirmé son engagement à maintenir les taux à un bas niveau pendant longtemps. Elle n'a apporté des changements à aucune des mesures non traditionnelles en place, soulignant de nouveau que le ralentissement économique avait perdu de la vitesse.

Puisque les taux gouvernementaux à plus long terme ont nettement augmenté au cours du trimestre, ce qui a eu pour effet de durcir les conditions de crédit, on se demande quelles mesures adopteront les deux banques centrales dans le but d'éviter une rechute de l'économie.

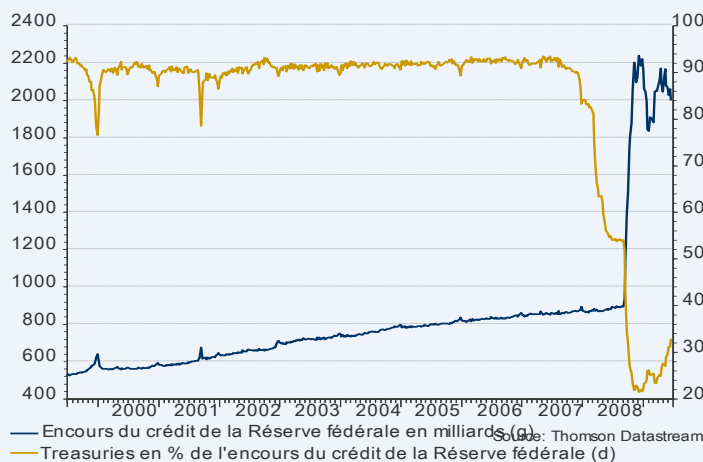
### Taux directeurs des politiques monétaires nord américaines



### 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)

De nombreux éléments ont alimenté la volatilité du marché obligataire au cours du second trimestre de l'année. L'annonce de secours supplémentaires de la part des banques centrales et des gouvernements ont amené une certaine stabilisation des marchés financiers, bien que nous ne puissions encore parler de normalisation. Les données économiques ont permis un certain répit quant à la gravité de la situation dans l'économie réelle. Ainsi les taux obligataires concluaient le trimestre en hausse marquée comparativement au 31 mars dernier.

Au cours du deuxième trimestre, l'indice DEX Univers a généré un rendement de 1,25 %. C'est le secteur de long terme qui a procuré la meilleure contribution au rendement de l'indice avec 2,27 % comparativement à 1,60 % et 0,68 % respectivement pour les secteurs de moyen et court termes. Seules les obligations du gouvernement du Canada ont procuré un rendement négatif pour la période; c'est l'important resserrement des écarts de crédit provinciaux et de sociétés qui a contribué au rendement positif pour l'ensemble de l'indice au cours du trimestre.

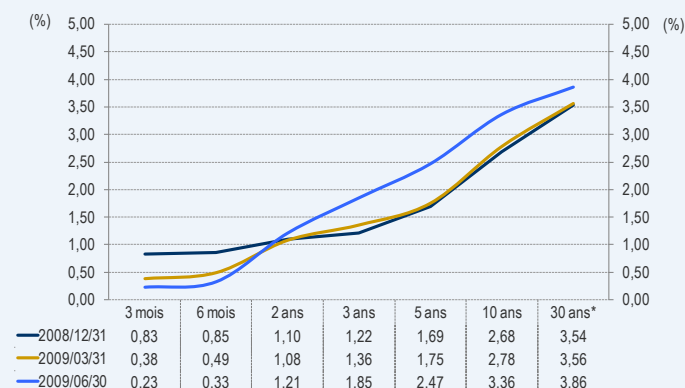
Tel qu'évoqué par la Réserve fédérale, le taux des « fed funds » est demeuré au bas historique. C'est toutefois la forte taille du programme d'émissions du gouvernement, ainsi que sa fréquence mensuelle, qui ont amplifié la pression sur les taux. Aussi, les intervenants de marché ne sont pas restés insensibles aux rumeurs de décote du crédit du gouvernement des États-Unis et de désinvestissement des étrangers en titres du Trésor. Le taux de 30 ans s'établissait à 4,33 % au 30 juin, une augmentation de 80 points centésimaux depuis le 31 mars dernier. Notons la plage de fluctuation très élevée au cours du trimestre, soit 135 points centésimaux (de 3,49 % à 4,84 %).

L'importante accentuation de la pente de la courbe de 2 ans à 30 ans aux États-Unis amorcée au premier trimestre de 2009 s'est poursuivie d'avril à juin. De 273 points centésimaux, la pente de la courbe a atteint 365 points et terminait le trimestre à 333 points, une augmentation de 60 points centésimaux pour la période.

En procédant à l'ultime assouplissement de sa politique monétaire, la Banque du Canada signalait sa volonté de soutenir l'économie du pays dans le tumulte des marchés financiers. Par ailleurs, elle envoyait un signal clair aux intervenants de marché: la Banque aura recours à l'assouplissement quantitatif si besoin est. Le gouvernement fédéral a pour sa part révisé à la hausse, à 50 milliards \$ (initialement 34 milliards \$), son déficit pour l'exercice 2009-2010.

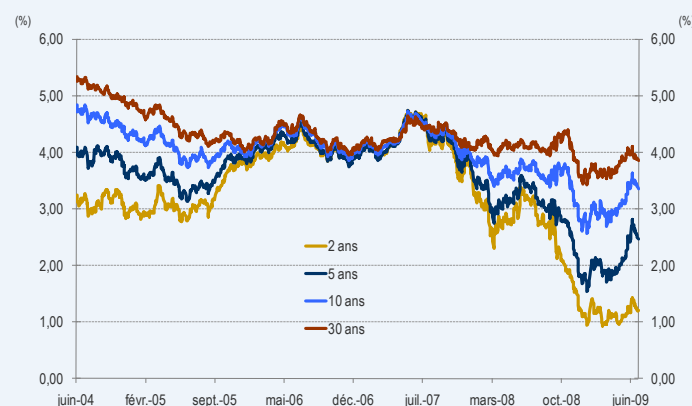
Comme aux États-Unis, les taux canadiens ont augmenté de façon marquée au cours du trimestre. Ce sont les taux de 5 ans et de 10 ans qui ont connu les hausses les plus fortes (72 et 58 points centésimaux). Le taux de 30 ans

### Courbes canadiennes de rendement

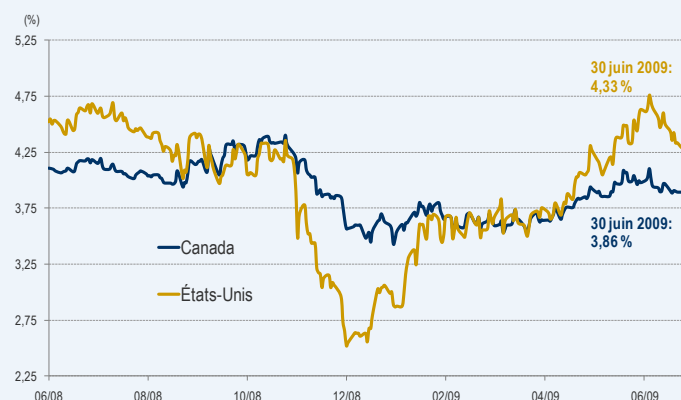


\* Changement d'obligation de référence le 1<sup>er</sup> janvier 2009

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



### Obligations 30 ans - Canada et États-Unis juin 2008 - juin 2009



## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

passait de 3,56 % à un sommet de 4,19 % pour atteindre 3,86 % le 30 juin, soit une hausse de 30 points centésimaux pour le trimestre. Le taux de 2 ans connaissait pour sa part une hausse de 15 points centésimaux.

Des plages de fluctuation élevées ont caractérisé la période. Le taux de 5 ans a varié le plus (117 points centésimaux). La volatilité était respectivement de 94, 65 et 57 points centésimaux pour les taux de 10, 30 et 2 ans.

L'écart entre les taux de 2 et 30 ans s'est accru au cours du trimestre. La pente de la courbe de 248 points centésimaux a augmenté à un sommet de 291 points centésimaux et s'établissait à 265 points centésimaux le 30 juin.

Par contre les taux obligataires canadiens ont moins augmenté que les taux obligataires du gouvernement des États-Unis, créant une surperformance marquée pour l'ensemble des secteurs canadiens. D'ailleurs, les taux canadiens se retrouvent en deçà de ceux de leurs homologues américains pour les échéances de 5, 10 et 30 ans. Notons particulièrement l'écart de 30 ans qui est passé de 3 points centésimaux à un extrême de -70 points centésimaux et concluait le trimestre à -47 points centésimaux, une surperformance de 50 points centésimaux pour le trimestre.

### Les obligations à rendement réel (ORR)

Le taux des ORR canadiennes de long terme a augmenté légèrement au cours du deuxième trimestre, passant de 1,83 % au début du trimestre à 1,90 % à la fin. Aux États-Unis, le taux des ORR de long terme a connu une hausse de 12 points centésimaux pour s'établir à 2,22 %. Ainsi, le taux d'inflation anticipée au Canada a augmenté de 27 points centésimaux pour atteindre 2,08 %, se rapprochant de la cible d'inflation de la Banque du Canada. L'inflation anticipée s'est aussi accrue aux États-Unis passant de 1,45 % à 2,08 % en fin de trimestre.

Au deuxième trimestre de 2009, l'indice ORR a enregistré un rendement de 1,35 % comparativement à un rendement de -3,40 % 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 avaient délaissé ce type d'obligations compte tenu des anticipations de très faible inflation, voire de déflation, découlant de la mauvaise conjoncture économique.

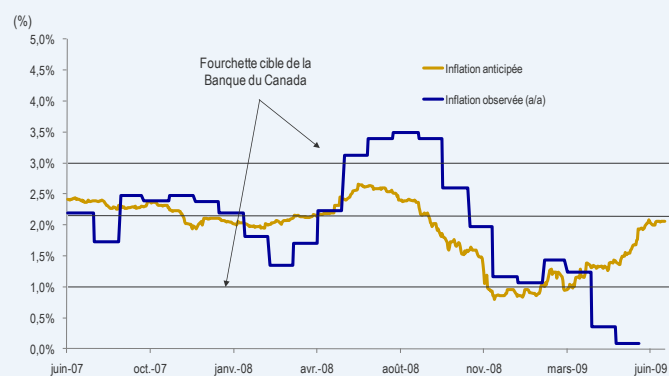
Écarts de rendement des obligations Canada et États-Unis 10 ans (en points centésimaux)



	Taux de rendement (%)			Variation (p.c.)	
	30-juin-09	31-mars-09	31-déc-08	T2-2009	Année à date
<b>Canada</b>					
3 mois	0,23	0,38	0,83	-15	-60
2 ans	1,21	1,08	1,10	13	11
5 ans	2,47	1,75	1,69	72	78
10 ans	3,36	2,78	2,68	58	68
30 ans	3,86	3,56	3,54	30	32
<b>États-Unis</b>					
3 mois	0,17	0,16	0,03	1	14
2 ans	1,11	0,80	0,76	31	35
5 ans	2,55	1,66	1,55	89	100
10 ans	3,53	2,66	2,21	87	132
30 ans	4,33	3,53	2,68	80	165
<b>Écarts de rendement Canada/É.U. (p.c.)</b>					
3 mois	6	22	80	-16	-74
2 ans	10	28	34	-18	-24
5 ans	-8	9	14	-17	-22
10 ans	-17	12	47	-29	-64
30 ans	-47	3	86	-50	-133

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

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



## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

### Les obligations provinciales

Au cours du trimestre, les obligations provinciales ont procuré un rendement de 1,37 %, comparativement à -2,26 % pour les obligations du Canada. L'important resserrement des primes de risque provinciales explique le meilleur rendement de ces émetteurs pendant le trimestre.

Après avoir généré le plus faible rendement obligataire provincial en 2008, le secteur de 10 ans a bénéficié de la plus forte diminution des écarts (75 points centésimaux pour le Québec et l'Ontario) de la période. Dans le secteur de 30 ans, les écarts ont terminé le trimestre à 105 points pour le Québec, à 91 pour l'Ontario et à 88 pour la Colombie-Britannique, soit des baisses de 44, 35 et 38 points respectivement.

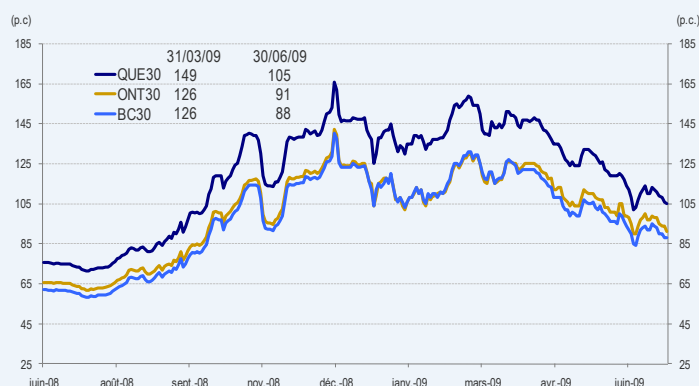
À travers le monde, l'appétit pour le risque a augmenté depuis le 31 mars. Les actions ont retrouvé la faveur des investisseurs tandis que le niveau élevé des écarts des obligations de sociétés paraissait finalement suffisant pour générer un engouement pour les titres de crédit relativement aux obligations du gouvernement fédéral; un resserrement spectaculaire des écarts s'en est suivi. Les primes de risque des obligations provinciales ont suivi cette tendance, mais dans une moindre mesure, tempérée par les annonces de déficits et de programmes de financements records des gouvernements provinciaux.

Au chapitre des déficits, l'Ontario surpassait les autres provinces et révisait sa prévision de déficit pour l'exercice 2009-2010; celui-ci frôlera maintenant 18 milliards \$ et porte les besoins de financement à un vertigineux 39 milliards \$. Pour couper court aux spéculations, elle s'est immédiatement tournée vers le marché américain pour y effectuer un financement record de 4,6 milliards \$ en titres de 5 ans.

Les provinces ont émis massivement au cours du trimestre, répondant ainsi à la demande des investisseurs pour des titres de crédit. À plus de 19 milliards \$, il s'agit d'une augmentation de 11 milliards \$ par rapport à la même période l'an dernier.

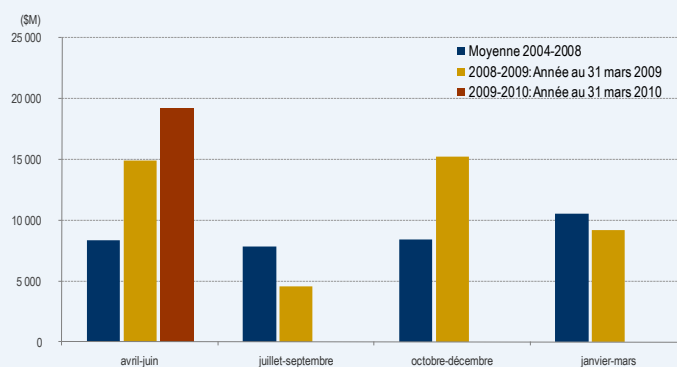
Par ailleurs, les agences de notation veillent au grain. Les annonces budgétaires, le contexte économique difficile et le piètre état du secteur automobile ont amené DBRS et S&P à revoir la cote de crédit de la province de l'Ontario. La cote a été maintenue à AA mais la tendance est maintenant négative. Cette révision a permis aux titres de la province de Québec de surperformer ceux de l'Ontario alors que l'écart de 30 ans diminuait à 14 points centésimaux en fin juin comparativement à 23 points le 31 mars dernier.

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



	Écarts de rendement (p.c.)			Variation	
	30-juin-09	31-mars-09	31-déc-08	T2-2009	Année à date
<b>Québec/Canada</b>					
5 ans	77	108	130	-31	-53
10 ans	105	180	174	-75	-69
30 ans	105	149	147	-44	-42
<b>Ontario/Canada</b>					
5 ans	77	99	119	-22	-42
10 ans	92	167	155	-75	-63
30 ans	91	126	124	-35	-33
<b>C.-B./Canada</b>					
5 ans	54	105	124	-51	-70
10 ans	90	157	148	-67	-58
30 ans	88	126	123	-38	-35
<b>yankees/ "US T treasuries"</b>					
Qc 30 ans	96	151	112	-54	-15

Nouvelles émissions par trimestre



## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

### Les obligations de sociétés

Poursuivant sur la belle lancée amorcée dès le début de l'année, le marché des obligations de sociétés a dégagé un résultat remarquable au deuxième trimestre. Les écarts de crédit ont rétréci en moyenne de 135 points centésimaux, la forte demande ayant surpassé aisément l'offre de nouveaux titres. Le marché a été encouragé par le fait que certains indicateurs économiques ont touché leur creux, ainsi que par les bénéfices plus élevés que prévu de certaines entreprises au premier trimestre, qui ont relancé le marché boursier. La crise financière qui avait emporté les marchés à l'automne de 2008 a effectivement semblé se résorber lorsque bon nombre de sociétés financières américaines ont commencé, en juin, à rembourser leurs prêts à la Réserve fédérale dans le cadre du programme TARP (Troubled Asset Relief Program). Un autre élément positif a été l'amélioration constante de la liquidité tout au long du trimestre pour la plupart des sociétés, même si son niveau demeure bien inférieur à la normale en raison des coûts encore élevés de négociation des titres.

Le marché a pu surmonter un certain nombre de difficultés potentielles durant le trimestre. Ainsi, le 30 avril, Chrysler déposait son bilan, suivie de General Motors le 1<sup>er</sup> juin. Les deux sociétés tentent de se restructurer. Dans les deux cas, le marché avait largement anticipé ce dénouement qui, une fois confirmé, a eu un impact global minime. Aux États Unis, les banques ont été soumises à des simulations de crise afin qu'on puisse déterminer si elles avaient besoin de lever des capitaux supplémentaires. Heureusement, bon nombre d'entre elles n'en avaient pas besoin, alors que les autres ont pu faire appel aux marchés boursiers pour se financer. Un autre événement significatif largement ignoré par le marché a été la décote, par DBRS fin juin, des titres de première catégorie des banques canadiennes. La décote reflétait l'opinion révisée de DBRS à l'endroit du soutien externe, dans la mesure où celui-ci concerne les actions privilégiées et les émissions de dettes comptant comme du capital de première catégorie; la nouvelle notation ne rendait pas compte d'un incident de crédit particulier.

Les nouvelles émissions d'obligations de sociétés lancées au Canada depuis le début de l'année demeurent inférieures à celles de l'an dernier pour la même période, mais le deuxième trimestre a été le plus actif des douze derniers mois. L'offre est venue de tous les secteurs, mais surtout de celui des communications avec les nouvelles émissions de Manitoba Tel, Bell Alliant, Telus, Rogers, Cogeco et Bell Canada, dont l'émission d'obligations de 5 ans a remporté un vif succès. Cette émission de 1,0 milliard \$ montre bien l'évolution qui s'est produite dans la perception du risque, puisque Bell n'était pas très populaire auprès des investisseurs canadiens en obligations depuis sa tentative de privatisation en 2007.

Les nouvelles émissions obligataires avaient également une qualité légèrement inférieure. Environ la moitié provenait d'émetteurs cotés BBB, qui ont profité de la forte demande pour accéder au marché des obligations de sociétés. Parmi celles-ci, on retrouvait aussi une obligation à haut rendement (Viterra Inc.), une obligation Maple (Met Life) et la première opération d'adossement à des actifs (Ford Auto Sec. Trust) en près de deux ans.

Le secteur DEX des obligations de sociétés a gagné 6,5 % au deuxième trimestre, surpassant nettement les obligations du gouvernement fédéral dont le rendement s'élève à -2,3 %.

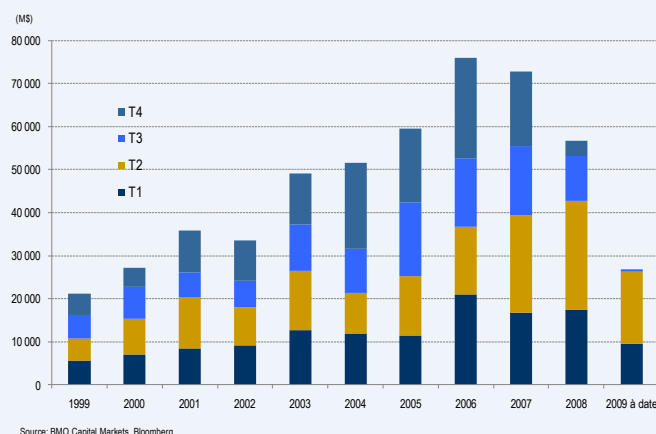
Nouvelles émissions par cote de crédit			
	T2-2008	T2-2009	Différence
AAA	3 090	350	-89%
AA	11 665	6 160	-47%
A	8 535	4 440	-48%
BBB	1 910	5 320	179%

Source: BMO Capital Markets, Bloomberg

	Écarts de crédit (p.c.) - titres de sociétés			Variation	
	30 juin 09	31 mars 09	31 déc 08	T2-2009	Année à date
<b>Banque Royale</b>					
5 ans	185	330	450	-145	-265
10 ans	200	345	465	-145	-265
30 ans	210	345	465	-135	-255
<b>Bell Canada</b>					
5 ans	220	370	510	-150	-290
10 ans	260	430	540	-170	-280
30 ans	320	475	540	-155	-220
<b>Loblaws</b>					
5 ans	210	350	420	-140	-210
10 ans	245	410	470	-165	-225
30 ans	305	495	540	-190	-235
<b>GTA</b>					
5 ans	170	275	360	-105	-190
10 ans	210	300	370	-90	-160
30 ans	230	335	370	-105	-140
<b>TransCanada Pipelines</b>					
5 ans	140	265	385	-125	-245
10 ans	180	310	420	-130	-240
30 ans	215	380	460	-165	-245

Source : Financière Banque Nationale

### Historique des Nouvelles Émissions



Source: BMO Capital Markets, Bloomberg

## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

### Les obligations internationales et devises

Un scénario économique moins catastrophique qu'anticipé à la fin de 2008 continue de peser sur les marchés obligataires gouvernementaux mondiaux. En effet, les efforts des autorités gouvernementales et monétaires mondiales pour stabiliser les marchés financiers et atténuer les risques systémiques potentiels commencent à porter fruit; mondialement les taux de rendement à l'échéance des obligations gouvernementales ont augmenté. L'indice International Government Bond Index en dollars des États-Unis a reculé de 0,8 % lors du dernier trimestre, pour un rendement de -1,1 % depuis le début de l'année.

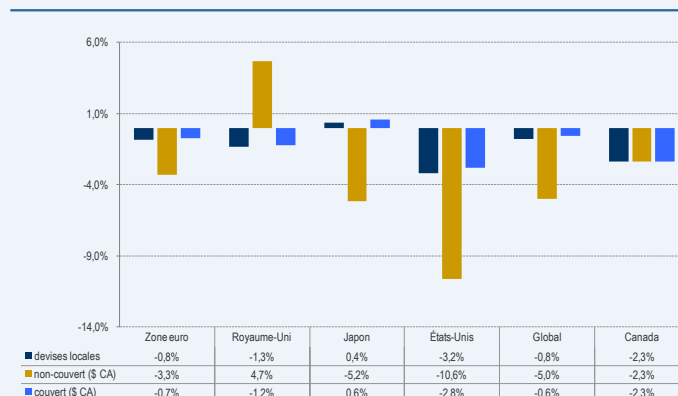
Les taux historiquement bas au Canada continuent de restreindre considérablement le portage typiquement positif de couvrir le risque de fluctuations du dollar canadien. L'indice GBI couvert contre ce risque a terminé le trimestre à la baisse de 0,6 %, amenant le recul à 0,8 % depuis le début de 2009.

L'appréciation du dollar canadien contre la plupart des principales devises a fait reculer l'indice GBI non couvert exprimé en dollars canadiens de 5,0 % lors du second trimestre de 2009. Depuis le début de l'année, l'indice non couvert a retranché 7,9 %.

La stabilisation des économies mondiales et l'impression que le pire de la crise était derrière nous affectaient davantage les titres gouvernementaux des pays du bloc dollar, ceux-là même qui avaient le plus bénéficié du tumulte des marchés financiers et de la recherche d'un refuge observés à la fin de 2008. Le retour du balancier vers des actifs plus risqués, notamment des titres de crédit, a pesé lourdement sur ceux du Trésor américain. D'autant plus que la Réserve fédérale était perçue comme de plus en plus réservée dans ses actions d'assouplissement quantitatif visant à soutenir les titres gouvernementaux. Poussés également par les émissions importantes du Trésor pour financer un déficit de plus en plus grand et par les réticences de certaines banques centrales étrangères à continuer d'accumuler des dollars américains, les taux de 30 ans montaient jusqu'à 4,76 % au début de juin, après avoir descendu aussi bas que 2,50 % en novembre 2008. Le marché obligataire américain, qui avait enregistré un gain de 14,3 % lors du dernier trimestre de 2008, a reculé de 3,2 % lors du deuxième trimestre de 2009, et de 4,6 % depuis le début de l'année.

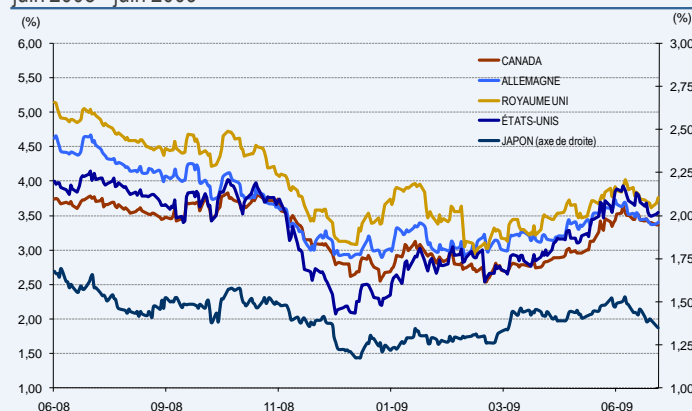
Le marché obligataire britannique a également reculé (-1,3 %) étant donné le retour à plus de stabilité qui se dégageait des actions effectuées par le gouvernement et la Banque d'Angleterre. Bien qu'imposantes, les émissions d'obligations par le gouvernement étaient mieux reçues

Rendements trimestriels des obligations internationales T2-2009



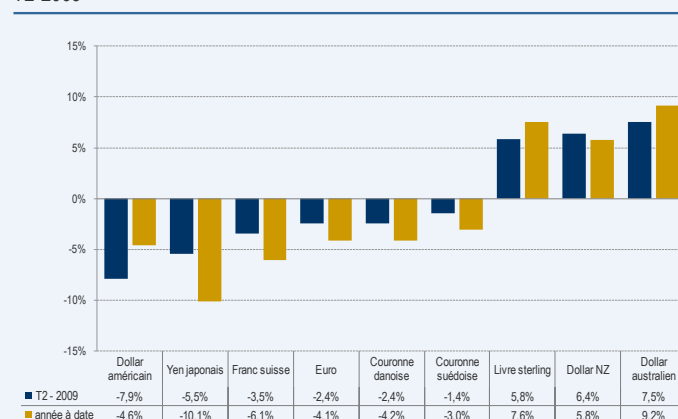
Évolution taux mondiaux 10 ans

juin 2008 - juin 2009



Variation des devises vs le dollar canadien

T2-2009



## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

qu'anticipé, soutenues par des taux offerts plus attractifs ainsi que par le ton plus positif envers la livre sterling. Pressentie comme une des économies qui se relèverait plus rapidement que les autres, l'Australie voyait sa banque centrale arrêter les baisses de taux directeur au niveau de 3 %.

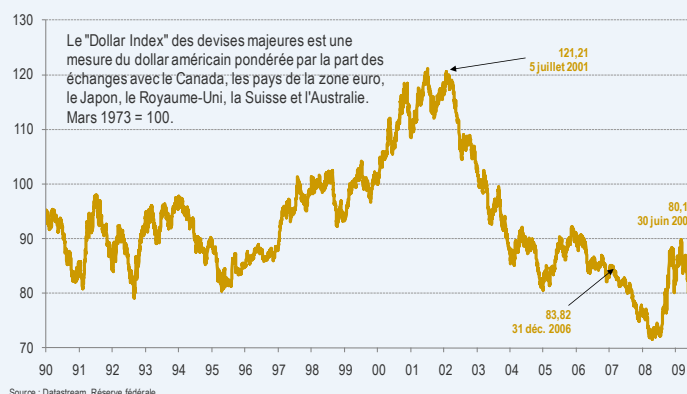
Étant donné les actions moins agressives par la Banque centrale européenne et les gouvernements de la zone euro pour redresser la conjoncture, ces marchés obligataires ont terminé le trimestre avec un rendement positif de 0,6 %. Il appert que les efforts fiscaux moindres de ces pays rendent moins importantes les craintes liées à l'offre de titres en comparaison d'autres pays. Ce sont surtout les pays périphériques qui ont mieux fait, notamment la Belgique (+1,4 %) et l'Italie (+1,2 %).

L'appréciation du dollar américain amorcée en juillet 2008 s'est arrêtée lors du dernier trimestre. La valeur refuge qu'il représentait au beau milieu de la crise s'est estompée partiellement suite à une certaine stabilisation mondiale. De plus, la hausse du prix des produits de base, notamment celle du prix du pétrole, a contribué à la dépréciation du billet vert contre l'ensemble des devises majeures. Finalement, les interrogations soulevées par les pays du groupe BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) quant à conserver le dollar américain comme réserve de valeur ont poussé dans la même direction.

La hausse de prix des produits de base, notamment celle de 40,7 % du prix du pétrole au cours du trimestre, a beaucoup aidé le dollar canadien à rebondir de son bas niveau. La force relative de l'économie canadienne ainsi que l'impression que la Banque du Canada retarderait le plus longtemps possible un assouplissement quantitatif soutenaient également le huard. Ce dernier touchait un niveau de 0,9250 \$ US au début juin avant que des commentaires de monsieur Carney ne le ramène à 0,8600 \$ US en fin de trimestre, soit une hausse de 8,62 % du 31 mars au 30 juin. En effet, après avoir mentionné que l'appréciation rapide de notre devise avait pour effet d'annuler une bonne partie des efforts de la Banque et du gouvernement pour soutenir l'économie, il ajoutait qu'il n'était pas exclu que la Banque se remette à intervenir dans le marché des changes pour en empêcher une appréciation indésirable.

Taux directeurs des politiques monétaires (%)					
	déc-08	mars-09	juin-09	Variation (p.c.) trimestrielle	Année à date
Canada	1,50	0,50	0,25	-25	-125
États-Unis	0,25	0,25	0,25	0	0
Europe	2,50	1,25	1,00	-25	-150
Royaume-Uni	2,00	0,50	0,50	0	-150
Japon	0,10	0,10	0,10	0	0

### Évolution du dollar américain ("Dollar Index" 1973 = 100; dollar US)



Taux de change					
	31-déc-08	31-mars-09	30-juin-09	Variation trimestrielle	Année à date
Devises de référence \$ US					
Euro	1,3964	1,3243	1,4036	5,98%	0,52%
Dollar canadien	0,8204	0,7918	0,8600	8,62%	4,83%
Yen japonais	0,0110	0,0101	0,0104	2,67%	-5,81%
Couronne danoise	0,1876	0,1778	0,1885	6,00%	0,46%
Livre sterling	1,4603	1,4323	1,6466	14,96%	12,75%
Dollar NZ	0,5827	0,5592	0,6461	15,53%	10,88%
Dollar australien	0,7052	0,6910	0,8070	16,79%	14,44%
Franc suisse	0,9355	0,8782	0,9208	4,86%	-1,57%
Couronne suédoise	0,1275	0,1211	0,1297	7,05%	1,65%
Devises de référence \$ CA					
Euro	1,7020	1,6726	1,6320	-2,43%	-4,11%
Dollar américain	1,2189	1,2630	1,1628	-7,94%	-4,61%
Yen japonais	0,0134	0,0128	0,0121	-5,48%	-10,15%
Couronne danoise	0,2287	0,2245	0,2191	-2,42%	-4,17%
Livre sterling	1,7800	1,8090	1,9145	5,83%	7,56%
Dollar NZ	0,7102	0,7063	0,7512	6,36%	5,77%
Dollar australien	0,8595	0,8727	0,9383	7,52%	9,16%
Franc suisse	1,1402	1,1091	1,0707	-3,47%	-6,10%
Couronne suédoise	0,1555	0,1530	0,1508	-1,44%	-3,03%

## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

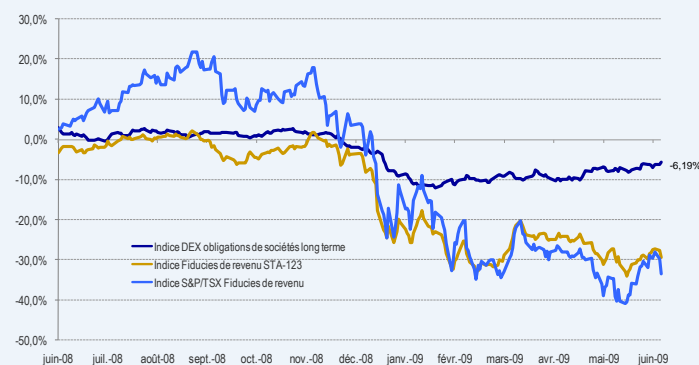
### Fiducies de revenu

Le sous-indice des fiducies de revenu du S&P/TSX a réalisé un rendement impressionnant de 21,56 % au deuxième trimestre, portant à 14,50 % le rendement total depuis le début de l'année, après que le déploiement de mesures monétaires et budgétaires énergiques eut dissipé les craintes d'une dépression mondiale. Un meilleur contexte entourant le crédit, conjugué au resserrement de l'écart propre aux obligations de sociétés et aux baisses de taux des prêts interbancaires, ainsi que les signes précurseurs d'une reprise économique, ont nourri la reprise boursière au deuxième trimestre. Si l'on décompose le sous-indice des fiducies de revenu du TSX en sous-secteurs, on constate que l'énergie (24,7 %) et les FPI<sup>1</sup> (28,4 %) ont produit des rendements remarquables pour le trimestre, tandis que les fiducies de revenu œuvrant dans d'autres secteurs tiraient généralement de l'arrière. Ces rendements élevés ont été réalisés dans le contexte d'une solide performance de 13,6 % de l'indice DEX à long terme des obligations de sociétés au deuxième trimestre.

Les fiducies de revenu dotées d'une forte cote de stabilité (STA 123) ont participé au redressement du marché en dégagant un résultat trimestriel de 16,61 %. Les fondamentaux de la plupart des fiducies de revenu dotées d'une forte cote de stabilité restent solides; certaines fiducies ont pu avoir accès aux marchés du crédit et boursiers durant la période pour financer des acquisitions ou des projets d'expansion à l'interne. Optimistes face à une reprise économique au deuxième semestre, nous nous attendons à un regain d'activité du côté des fusions et acquisitions, certaines liquidités étant redéployées vers des occasions de croissance à long terme, au lieu d'être vouées uniquement à l'assainissement des bilans.

À mesure que nous approchons de la date effective d'imposition des fiducies de revenu par le gouvernement fédéral (janvier 2010), nous nous attendons à ce que davantage de fiducies annoncent des changements relatifs à leur structure juridique et à leur politique de distribution. Vu le contexte économique difficile et la transformation imminente du cadre juridique de certaines fiducies, aucune n'a annoncé une hausse des distributions depuis le début de l'année, tandis que trois (Noranda, Pages Jaunes, EPCOR Power) ont réduit leurs distributions de 30 % à 53 %. Nous estimons toujours que les fusions de maintes fiducies de revenu dotées d'une forte cote de stabilité soutiendront le secteur et ses rendements attrayants.

Évolution cumulative des indices de fiducies de revenu et des obligations de sociétés long terme entre le 30 juin 2008 et le 30 juin 2009



#### Analyse des secteurs

##### Rendements

	Entreprise	Pipeline	Génération	FPI	Total
T4-2006	-10,92%	-9,23%	-3,97%	10,36%	-2,82%
T4-2007	1,52%	4,22%	-1,28%	-6,88%	-1,22%
T1-2008	-0,99%	0,25%	-4,58%	-6,34%	-2,94%
T2-2008	-4,88%	5,87%	5,89%	2,89%	1,62%
T3-2008	-0,80%	-6,76%	-9,17%	-5,97%	-4,71%
T4-2008	-22,31%	-10,39%	-19,32%	-30,03%	-18,74%
Année 2006	-6,28%	-2,68%	0,23%	25,75%	4,57%
Année 2007	24,79%	17,70%	0,75%	-3,57%	9,60%
Année 2008	-27,42%	-11,32%	-25,96%	-36,60%	-23,63%
Année 2009 à date	3,06%	15,19%	6,68%	13,17%	12,24%
T1-2009	-1,57%	-1,65%	-4,75%	-9,62%	-3,75%
T2-2009	4,70%	17,12%	12,00%	25,23%	16,61%

##### Pondération

	Entreprise	Pipeline	Génération	FPI	Total
31-déc-06	31,2%	20,0%	19,3%	29,6%	100,0%
31-déc-07	32,9%	17,9%	14,8%	34,3%	100,0%
31-mars-08	33,8%	18,1%	14,8%	33,3%	100,0%
30-juin-08	30,5%	18,6%	16,1%	34,8%	100,0%
30-sept-08	31,7%	18,3%	17,1%	32,9%	100,0%
31-déc-08	26,4%	20,1%	19,3%	34,2%	100,0%
31-mars-09	22,4%	21,1%	21,6%	34,9%	100,0%
30-juin-09	22,3%	21,1%	21,1%	35,5%	100,0%
Variation	-0,1%	0,0%	-0,5%	0,6%	

##### Rendement courant

	Entreprise	Pipeline	Génération	FPI	Total
31-déc-07	8,18%	8,20%	9,31%	5,95%	7,58%
31-mars-08	8,35%	8,41%	9,82%	6,43%	7,94%
30-juin-08	9,32%	8,08%	9,44%	6,49%	8,13%
30-sept-08	9,69%	9,36%	10,56%	6,98%	8,88%
31-déc-08	12,54%	10,75%	12,83%	10,23%	11,45%
31-mars-09	12,62%	11,39%	13,46%	9,87%	11,58%
30-juin-09	11,30%	9,90%	11,35%	8,59%	10,06%

<sup>1</sup> Fiducies de propriétés immobilières