

# INTÉRÊT TRIMESTRIEL

## POINT DE VUE

### Payer les pots cassés

Après avoir frôlé la catastrophe à la fin de 2008 et au début de 2009, les marchés financiers d'abord, puis l'économie mondiale par la suite, ont retrouvé une certaine stabilité, voire renoué avec la croissance. La fin de la dégringolade a cependant nécessité des efforts et une collaboration internationale sans précédent. Craignant une répétition de la Grande Dépression, gouvernements et banques centrales ont travaillé ensemble pour éviter le pire et y sont pour l'instant parvenus.

Le phénomène est mondial alors que l'endettement des pays industrialisés en est venu à paralyser les échanges commerciaux. En effet, la consommation à crédit des pays industrialisés s'est arrêtée lorsque le système financier de ces pays menaçait de s'effondrer. Les exportations des pays en développement n'ont plus trouvé preneur et l'économie mondiale a sombré en récession.

Les premiers éléments de lutte à la récession sont apparus à la fin de 2008 sous la forme des programmes spéciaux aux États-Unis et par la baisse du taux directeur de la Réserve fédérale à près de 0 % (entre 0 % et 0,25 %). La plupart des banques centrales de la planète ont suivi. La Banque du Canada emboîtait le pas en 2009 en amenant son taux directeur à 0,25 % à sa troisième réunion de l'année, soit le 21 avril. Notre banque centrale allait même jusqu'à annoncer, à sa rencontre suivante du 4 juin, que le taux directeur resterait à ce niveau au moins jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 si l'inflation le permettait.

Et l'inflation semble le permettre. En effet, le taux d'inflation au Canada a suivi le cours du pétrole brut. Après avoir affiché un taux négatif lors des mois d'été, le taux d'inflation est revenu en territoire positif à la fin de l'année, encore une fois alimenté par le prix de l'énergie. En fin d'année, le taux annuel d'inflation était de 1 %, soit tout juste à la borne inférieure du corridor cible de notre banque centrale.

Convaincus de la gravité des préoccupations des banques centrales, les gouvernements ont délié les cordons de leur bourse pour, dans un premier temps, soutenir les secteurs financiers nationaux et ensuite pour appuyer certains secteurs de leur économie.

Au Canada, après le déni initial du gouvernement fédéral en novembre 2008, le ministre des Finances a finalement décidé d'ouvrir les vannes donnant lieu à un déficit anticipé de quelque 56 milliards \$ pour l'année se terminant en mars 2010. La province la plus touchée par le ralentissement de l'économie, soit l'Ontario, a pour sa part établi son manque à gagner budgétaire à près de 25 milliards \$ pour le même exercice financier.

Toujours plombés par la force de la tempête récessionniste et par la crainte de la dépression, les marchés boursiers ont poursuivi leur contraction au premier trimestre. Toutefois, les mesures exceptionnelles annoncées par les banques centrales et les gouvernements ont eu l'heur de plaire aux marchés financiers qui sont sortis de leur marasme à la fin du premier trimestre de l'année. Le marché boursier canadien a procuré un rendement total de 35,05 % en 2009 reprenant une bonne partie des pertes de l'année précédente. Ce sont les secteurs des technologies de l'information, des services financiers, de l'énergie et des matériaux de base qui ont propulsé l'indice boursier canadien.

Initialement soutenu par des titres de moindre qualité, le marché boursier des États-Unis a affiché une progression de 26,46 % en devise locale en 2009. Ce sont les secteurs des technologies de l'information et des matières de base qui ont le plus contribué à son redressement.

L'appétit pour le risque, qui avait complètement disparu en 2008, est revenu en force en 2009. Les investisseurs ont ainsi délaissé la sécurité des obligations du gouvernement fédéral pour la promesse de rendements à l'échéance plus élevés des titres de gouvernements provinciaux et de sociétés. Il en est résulté un rendement de 5,41 % pour l'ensemble de l'indice DEX Univers. Notons cependant l'écart important entre le rendement de 16,26 % des obligations de sociétés et de -1,52 % pour les obligations du gouvernement du Canada.

La reprise de confiance manifestée par les investisseurs semble indiquer que l'économie et les marchés financiers sont rétablis. Nous y sommes toutefois arrivés au prix d'un endettement important des secteurs publics qui vient s'ajouter à celui des ménages. Toute menace est-elle écartée pour autant ? Tous les intervenants ont aidé à payer les pots cassés en 2009. L'année en cours nous donnera de bons éléments de réponse quant au sort des morceaux.

## POINT DE VUE (SUITE)

### ... Et recoller les morceaux

La récession de 2009 aura suscité une réaction inusitée et de grande ampleur qui a remis en question les acquis des années récentes, notamment en termes de finances publiques. Aux déficits prévus pour l'exercice financier 2009-10, il faudra ajouter les manques à gagner des exercices suivants. Pour les seuls gouvernements du Canada et de l'Ontario, les déficits combinés des deux prochains exercices sont projetés à plus de 113 milliards \$. À titre de comparaison, ces deux mêmes administrations dégageaient un surplus combiné de 26 milliards \$ pour les exercices financiers 2006-07 et 2007-08.

Les ménages canadiens ne sont pas en reste puisque leur fardeau d'endettement atteint 140 % de leur revenu disponible. Cet embonpoint caractérise plusieurs économies de pays industrialisés et freinera leurs ardeurs de consommation.

Les pays en développement ont aussi participé à la solution du problème économique en instaurant des programmes de dépenses publiques. Puisque la demande des pays industrialisés est hypothéquée par l'accumulation de dette résultant de la consommation à crédit, les pays en développement ne pourront compter sur une reprise rapide de la demande extérieure. Une bonne partie des dépenses publiques sera donc destinée à stimuler la demande intérieure.

La conjoncture pour les produits de base devrait être favorable en 2010 même si la reprise est modérée. La fin de la contraction des économies des pays industrialisés et la demande croissante émanant des pays en développement soutiendront la croissance des prix de ces biens.

Malgré cette pression haussière sur les prix, le taux d'inflation au Canada demeurera dans le bas de la fourchette établie par la Banque du Canada. Une partie de la hausse des prix des produits de base, libellés en dollars des États-Unis, sera compensée par l'appréciation du dollar canadien résultant de l'amélioration des termes de l'échange. De plus, l'activité économique reprendra certes vie, mais l'écart au potentiel qui s'est creusé au cours de la récession laisse beaucoup de place avant que l'appareil de production de l'économie ne puisse suffire à la demande.

Dans ce contexte il serait surprenant que la Banque du Canada décide d'augmenter son taux directeur avant le milieu de l'année. La banque centrale canadienne est soucieuse de l'effet d'une augmentation trop rapide des taux d'intérêt sur l'activité économique même si elle se prononçait récemment sur l'endettement excessif que les bas taux d'intérêt pourraient produire. Le gouverneur de

la Banque mettrait en garde contre l'émergence possible d'une bulle du marché immobilier résidentiel et indiquait sa préférence pour un resserrement de la réglementation plutôt que d'avoir recours à une hausse hâtive des taux d'intérêt.

Alors que l'on commence à peine à recoller les morceaux de l'économie mondiale, plusieurs défis apparaissent. La tentation est grande d'agir rapidement pour se sortir de l'ornière d'une croissance qui s'annonce plus lente que de coutume. Les pays industrialisés sont habitués à ce qu'une croissance dynamique succède à une profonde récession. Mais la contraction récente n'a pas été typique et les prescriptions pour se sortir d'un cycle d'allègement de l'endettement ne le seront pas plus.

La collaboration entre les économies doit se poursuivre pour que l'économie mondiale retrouve un niveau d'activité plus normal à long terme. On ne peut se permettre d'entraver les échanges commerciaux internationaux, élément essentiel à la prospérité. Par contre, pour que les déséquilibres entre pays bailleurs de fonds (économies en développement) et emprunteurs (pays industrialisés) se résorbent, les pays en développement doivent asseoir davantage leur croissance sur la demande intérieure et les pays développés doivent retrouver un équilibre plus viable entre l'épargne et la consommation.

Soucieux de rétablir l'équilibre budgétaire et d'ainsi alléger la pression sur les taux d'intérêt, les gouvernements pourraient être tentés de retirer hâtivement les mesures de stimulation, ce qui pourrait causer une rechute de l'activité.

Ce ne sont là que quelques éléments qui risquent de nuire à l'exercice délicat de recoller les morceaux d'une économie mondiale éprouvée. Un tel travail requiert beaucoup d'adresse et de minutie. En d'autres mots, il faut prendre le temps de bien faire les choses.

# COMMENTAIRES ÉCONOMIQUES

## International

Après des signes encourageants de stabilisation au deuxième trimestre, l'économie mondiale semble s'être finalement engagée sur le sentier de la reprise selon le PIB du troisième trimestre. Toutefois, le début de reprise semble atypique par son manque de dynamisme, compte tenu que nous émergeons de la plus profonde récession depuis la Grande Dépression. Certes la Chine continue de faire office de chef de file avec une croissance de son PIB des douze derniers mois de 8,9 % au troisième trimestre.

Par contre, la reprise dans plusieurs pays développés reste anémique et ce, malgré les fortes mesures de stimulation gouvernementales. Cette divergence de dynamisme s'explique du fait que, contrairement à leur contrepartie des pays émergents, les ménages de plusieurs pays développés demeurent accablés par un endettement élevé qu'ils ont finalement entrepris de réduire. Cette situation prévaut surtout dans les pays qui ont connu les plus fortes spéculations immobilières dans le dernier cycle tels les États-Unis, la Grande-Bretagne et l'Espagne. Malgré cette anémie du début de reprise, il est toutefois encourageant de constater que les échanges commerciaux internationaux ont commencé à se redresser après s'être effondrés pendant la récession. Une reprise soutenue de ces échanges est un ingrédient incontournable d'une reprise mondiale durable.

Dans la zone euro, la reprise s'est tout de même propagée à plusieurs pays alors que la croissance consolidée du PIB a atteint 1,5 % au troisième trimestre. Malgré ce progrès, certaines économies dont celle de l'Espagne (-1,3 %) et de la Grèce (-1,2 %) tiraient encore de l'arrière au troisième trimestre.

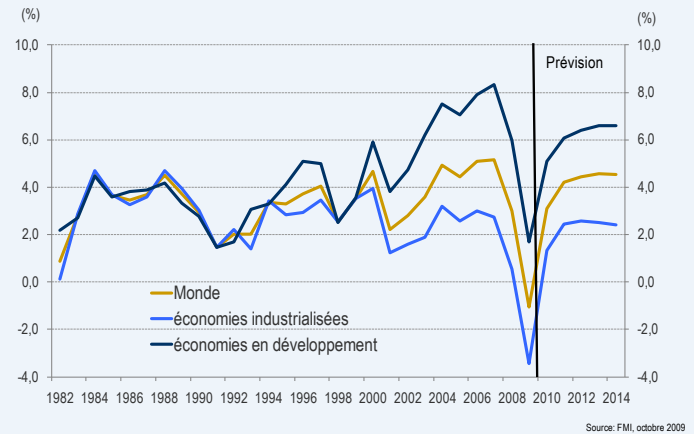
## États-Unis

L'économie des États-Unis a recommencé à croître au troisième trimestre (2,2 %). La croissance a bénéficié d'une reprise de la consommation et de la construction résidentielle, d'une liquidation moins forte des stocks et de l'augmentation des dépenses gouvernementales. Quant aux exportations, elles ont progressé mais les importations ont crû plus vite, ce qui a freiné la croissance.

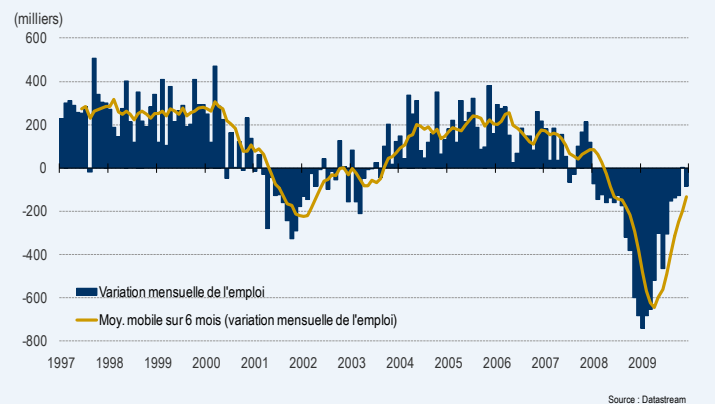
Le marché de l'emploi a continué de se stabiliser, le rythme mensuel des mises à pied ayant ralenti à 69 000 au quatrième trimestre. L'immobilier résidentiel s'est stabilisé au cours de l'été et le regain d'activité de revente confirme le retour d'un optimisme gardé. Le taux d'épargne semble en voie de se stabiliser autour des 4 % alors que les ménages continuent de réduire leur endettement et que la reprise de la consommation reste en deçà de la norme.

Le vrai test pour cet embryon de reprise viendra dans les prochains trimestres à mesure que l'impact des programmes gouvernementaux de stimulation s'estompera.

Prévision de croissance - FMI



Variation de l'emploi - États-Unis  
selon l'enquête auprès des entreprises non agricoles



Taux d'épargne - États-Unis  
en % du revenu disponible



# COMMENTAIRES ÉCONOMIQUES (SUITE)

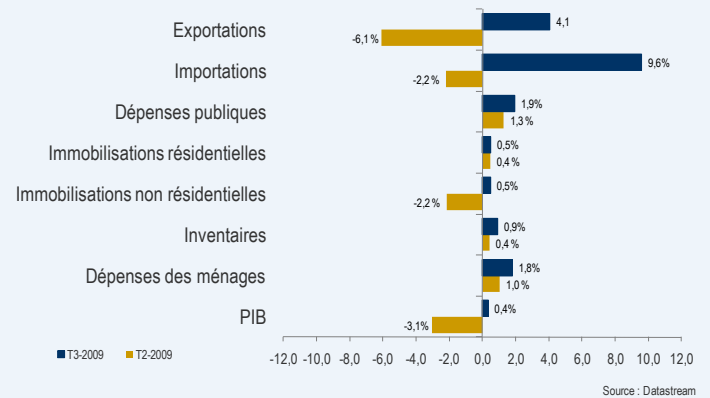
## Canada

Le PIB canadien a enregistré une croissance annualisée positive mais mitigée de 0,4 % au troisième trimestre. Derrière cette progression apparemment faible, notons un rebond respectable de 4,7 % de la demande intérieure qui a, par contre, été contrecarré par une détérioration des exportations nettes. En effet, nos exportations des secteurs de l'énergie et de l'automobile vers les États-Unis ont commencé à se redresser mais nos importations de machinerie et d'équipement ont fortement progressé, d'où la détérioration du solde des échanges. Malgré cet impact défavorable à court terme, il est plausible que cette poussée d'investissement engendrera éventuellement des gains de productivité et davantage de croissance à plus long terme.

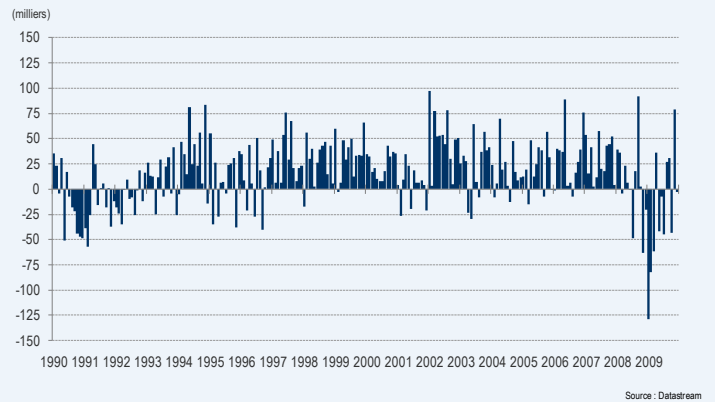
Le contexte canadien demeure propice à soutenir cet élan de la demande intérieure. L'emploi a recommencé à croître (octobre à décembre : +33 000) et notre marché immobilier résidentiel, qui n'a pas souffert des mêmes excès que celui des États-Unis, est en effervescence, ce qui favorise le retour de la confiance. Qui plus est, le système financier canadien s'est relativement bien tiré d'affaire à travers la crise de crédit et il dispose du capital nécessaire pour fournir le financement aux ménages et aux entreprises, élément essentiel à la reprise. Finalement, les programmes gouvernementaux devraient soutenir la croissance pendant encore une partie de 2010.

Les perspectives de croissance pour l'économie canadienne demeurent liées à l'évolution des échanges commerciaux internationaux. Certes, nos exportations vers l'Asie émergente devraient progresser compte tenu du dynamisme de la reprise dans cette région. Toutefois, nos exportations d'énergie, de produits industriels et d'automobiles et pièces vers les États-Unis doivent continuer de se rétablir pour que la reprise canadienne se confirme. Tant que la reprise américaine demeurera mitigée, cet ensemble dominant de nos exportations pourrait languir.

## Sources de la croissance au Canada

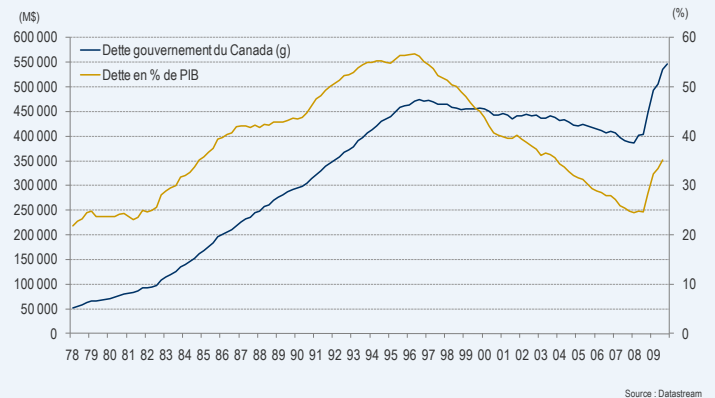


## Variation de l'emploi - Canada



## Encours de la dette

Gouvernement du Canada - en millions de \$ et en % de PIB



### INDICATEURS ÉCONOMIQUES

(variation annuelle en %)\*

	ÉTATS-UNIS		CANADA	
	2008	2009	2008	2009
PIB RÉEL	0,4	-3,3	0,4	-2,9
TAUX DE CHÔMAGE **	5,8	9,3	6,2	8,3
INFLATION	3,8	-0,6	2,3	0,2
VENTES AU DÉTAIL	-0,7	-6,9	3,4	-4,3
PRODUCTION INDUSTRIELLE	-2,2	-10,4	-4,2	-11,7
UTILISATION DE LA CAPACITÉ **	77,6	69,9	78,6	68,6
EXPORTATIONS DE BIENS	12,2	-21,8	5,8	-26,3
IMPORTATIONS DE BIENS	7,5	-30,4	6,7	-15,9

\* Plus récentes données cumulatives (au 8 janvier 2010)

\*\* Moyenne

## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS

### Politiques monétaires et tendance des taux

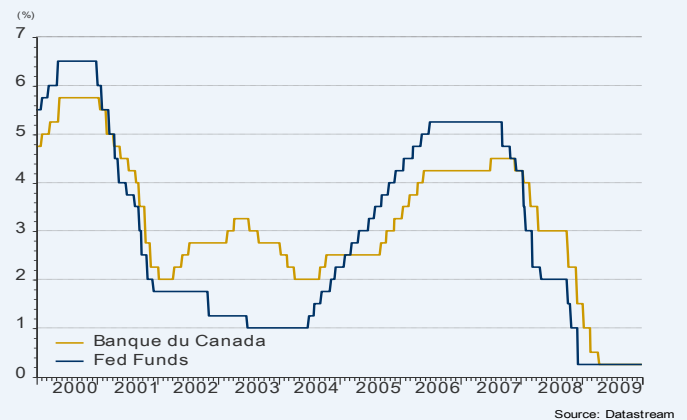
Pendant l'automne, la Banque du Canada a réitéré son engagement à maintenir le taux directeur à 0,25 % jusqu'en juin 2010 afin de favoriser la reprise économique et le retour de l'inflation à sa cible de 2 %. Toutefois, cet engagement reste conditionnel à ce que l'évolution de l'inflation ne justifie pas d'agir autrement. Dans la livraison d'octobre de son Rapport sur la politique monétaire, la Banque a maintenu sa prévision d'une croissance de 3,0 % en 2010 mais elle a réduit à 3,3 % (de 3,5 %) sa projection pour 2011. Elle y affirmait, en effet, que la vigueur persistante du dollar canadien allait freiner la croissance et contenir l'inflation qui ne rejoindrait sa cible de 2 % qu'au troisième trimestre de 2011. Cette fermeté anticipée du dollar canadien est d'autant plus plausible si certains investisseurs souverains, qui ont fait part de leur intention de diversifier leurs réserves en incluant des actifs en dollars canadiens, passent aux actes.

Dans ce même rapport sur la politique monétaire, la Banque estime que la balance penche encore vers plus de faiblesse. Toutefois, elle prend tout de même bien soin de préserver sa marge de manœuvre pour pouvoir resserrer les conditions de crédit si la croissance et l'inflation s'accéléraient plus vite que prévu. En effet, dans la parution de décembre de la Revue du système financier et dans les derniers discours de son gouverneur Mark Carney, elle exprime des craintes quant à la croissance rapide de l'endettement des ménages au cours des derniers mois dans un contexte de taux d'intérêt exceptionnellement bas. Elle s'inquiète du fait que le fardeau de cet endettement pourrait vite devenir problématique pour les ménages qui se sont trop étirés quand les taux remonteront à un niveau considéré comme à peine normal. Par cette mise en garde, la Banque vise à atténuer le conflit de motivation qu'elle devra résoudre au moment de normaliser la structure des taux.

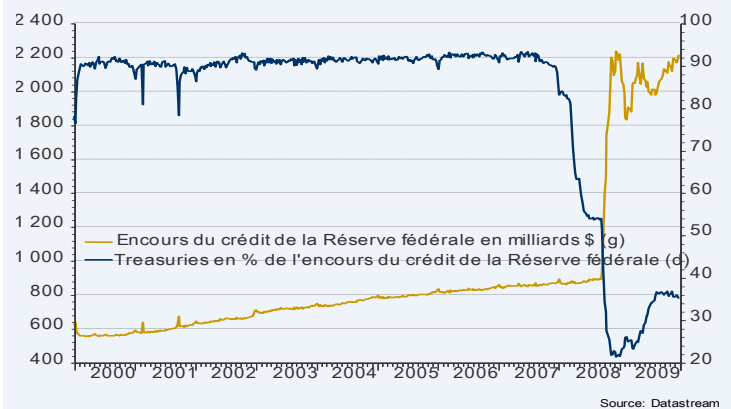
À ses réunions de novembre et de décembre, le comité de la Fed a confirmé qu'il percevait davantage d'amélioration de l'activité économique, une stabilisation du marché de l'emploi et que les marchés financiers semblaient dorénavant plus aptes à financer la reprise. Il a aussi réitéré sa perception que la reprise reste fragile et que le contexte justifie de maintenir le taux cible entre 0 et 0,25 % pour une période qu'il estime devoir se prolonger.

Le comité a aussi annoncé que, compte tenu de la meilleure disponibilité de financement conventionnel, les programmes spéciaux de liquidité, totalisant près de 150 milliards \$, viendraient graduellement à échéance en première moitié de 2010 et ne seraient pas renouvelés. La Fed a aussi annoncé son intention de mettre en place un programme de dépôt à terme fixe qui lui fournira un autre

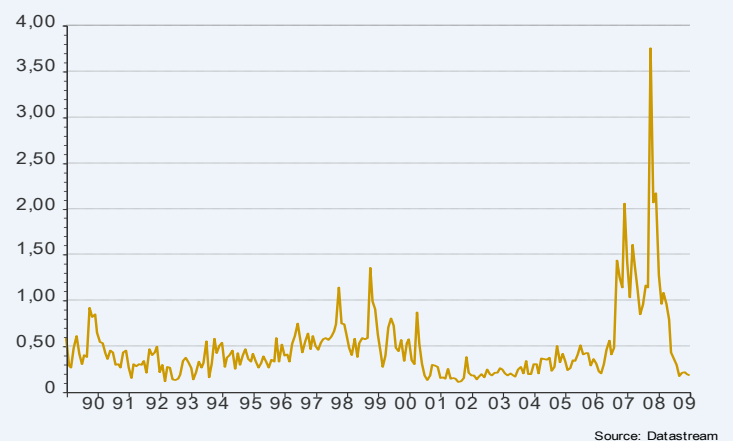
### Taux directeurs des politiques monétaires nord-américaines



### La Réserve fédérale accroît son bilan et il devient plus risqué



### Marché interbancaire aux États-Unis taux LIBOR 3 mois - taux bons du Trésor 3 mois (estimation de l'écart T)



## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

outil, le moment venu, pour drainer les réserves excédentaires de près d'un billion \$ que les banques conservent à ce jour dans ses voûtes.

Au quatrième trimestre, le marché obligataire a conservé une volatilité semblable à celle du trimestre précédent mais les taux ont repris une tendance légèrement haussière. Le marché a réagi aux indications que la reprise économique a débuté et à la pression exercée par l'offre soutenue de nouveaux titres gouvernementaux.

Au cours du trimestre, l'indice DEX Univers a généré un rendement de -0,16 %. Cette fois-ci, c'est le secteur de court terme qui a procuré la meilleure contribution au rendement de l'indice avec 0,44 % comparativement à -0,25 % et -1,37 % respectivement pour les secteurs de moyen et long termes. Au sein de l'indice univers, il n'y a que les titres de sociétés qui ont procuré un rendement positif pour la période et ce, en raison d'un autre resserrement de leurs écarts. Quant aux écarts provinciaux, ils ne se sont pas assez rétrécis pour compenser l'effet négatif de la hausse de taux des obligations de référence.

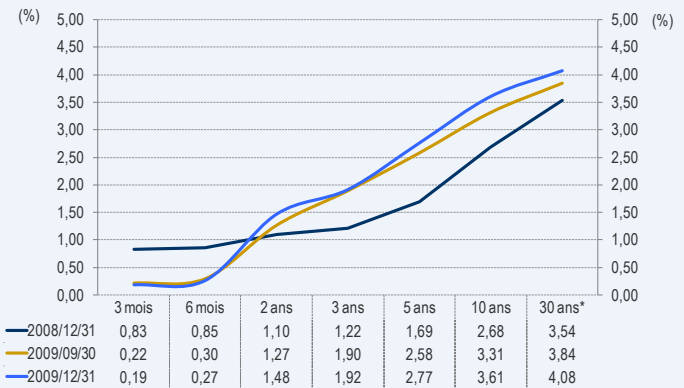
La Réserve fédérale a continué de maintenir le taux des « fed funds » au bas historique pendant l'automne. La grande taille du programme d'émissions du Trésor américain ainsi que sa fréquence mensuelle ont fini par peser lourd sur le marché, à mesure que les signes de reprise économique s'accumulaient. Le 31 décembre, le taux des titres de 30 ans s'établissait à 4,64 %, une hausse de 59 points centésimaux depuis le 30 septembre dernier. Notons la plage de fluctuation de 73 points centésimaux (de 3,96 % à 4,69 %), un peu plus large que celle du trimestre précédent (0,61 %).

La pente de la courbe de 2 ans à 30 ans aux États-Unis s'est fortement accentuée de septembre à décembre. De 311 points centésimaux, elle a atteint 374 points et terminait le trimestre à 351 points, une hausse de 40 points centésimaux pour la période.

La Banque du Canada n'a pas dérogé à son engagement à maintenir son taux directeur à 0,25 % jusqu'au milieu de 2010 pour favoriser la reprise économique. Quant au gouvernement fédéral, il déposera bientôt un budget qui devrait préciser quelles mesures il compte adopter pour éventuellement revenir à l'équilibre budgétaire.

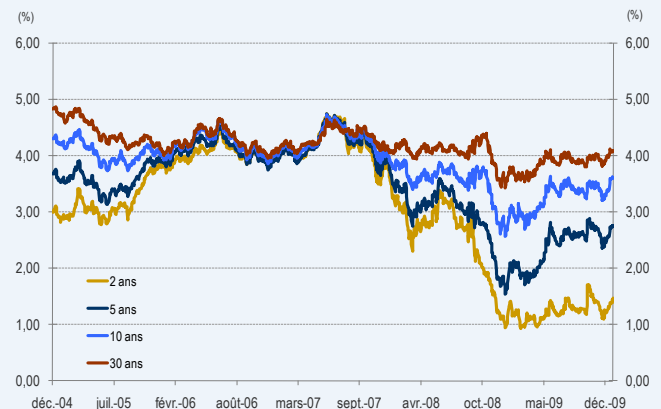
Les taux canadiens ont moins fluctué que les taux aux États-Unis au cours du trimestre alors que l'augmentation substantielle de l'offre de titres du Trésor américain a eu plus d'impact dans ce pays. Au Canada, les taux des plus courtes échéances, soit jusqu'à 5 ans, ont un peu moins augmenté que ceux des échéances plus longues. Les taux de 2 ans et de 5 ans augmentaient de 21 et 19 points centésimaux tandis que ceux de 10 ans et de 30 ans augmentaient de 30 et de 24 points respectivement.

### Courbes canadiennes de rendement

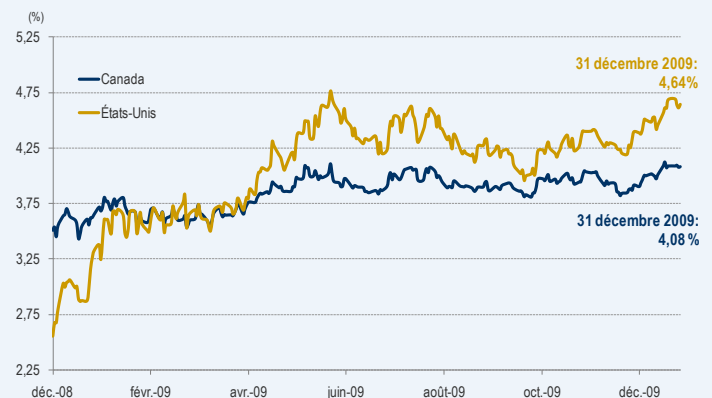


\* Changement d'obligation de référence le 1<sup>er</sup> janvier 2009

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



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



## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

Le 31 décembre, le taux de 30 ans s'élevait à 4,08 % après avoir atteint un sommet de 4,12 % quelques jours auparavant.

Les plages de fluctuation se sont élargies au cours de la période. Le taux de 2 ans a varié le plus (61 points centésimaux). La volatilité était respectivement de 61, 53, 41 et 32 points centésimaux pour les taux de 2 ans, 5 ans, 10 ans et 30 ans.

L'écart entre les taux canadiens de 2 ans et de 30 ans s'est un peu accentué au cours du trimestre. La pente de la courbe de 257 points centésimaux a augmenté à un sommet de 278 points centésimaux et s'établissait à 260 points centésimaux le 31 décembre.

Cette moins forte augmentation des taux obligataires canadiens, comparativement à la hausse plus musclée des taux obligataires du gouvernement des États-Unis, a causé une surperformance pour l'ensemble des secteurs canadiens. Par ailleurs, les taux canadiens se retrouvent au-dessus de ceux de leurs homologues américains dans les plus courtes échéances mais en dessous pour les échéances de 10 ans et plus. Pour l'échéance de 30 ans, l'écart est passé de -21 points centésimaux à un extrême de -60 points centésimaux et concluait le trimestre à -0,56 %, ce qui correspond à une hausse de 35 points centésimaux de plus pour ce taux obligataire aux États-Unis que celui au Canada pendant le trimestre.

### Les obligations à rendement réel (ORR)

Le taux de rendement des ORR canadiennes de long terme a diminué au cours du quatrième trimestre, passant de 1,75 % au début du trimestre à 1,51 % à la fin. Aux États-Unis, le taux de rendement des ORR de long terme s'est replié faiblement (2 points centésimaux) pour s'établir à 2,05 %. Par ailleurs, le taux d'inflation de point mort au Canada a connu une forte progression de 48 points centésimaux pour atteindre 2,68 %, soit près de la limite supérieure de la cible d'inflation de la Banque du Canada. L'inflation de point mort a également augmenté aux États-Unis passant de 1,95 % à 2,49 % en fin de trimestre.

Au quatrième trimestre de 2009, l'indice ORR a enregistré un rendement de 4,47 % comparativement à un rendement de -2,17 % pour les obligations de long terme du gouvernement du Canada. La bonne tenue de l'indice ORR pour un troisième trimestre consécutif reflète un degré d'illiquidité moins exagéré sur ces titres ainsi que la remontée des anticipations inflationnistes suivant une embellie des perspectives économiques.

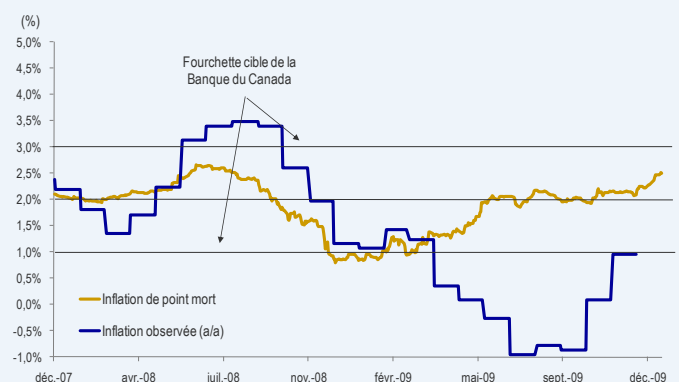
Écarts de rendement des obligations Canada et États-Unis 10 ans (en points centésimaux)



	Taux de rendement (%)			Variation (p.c.)	
	31-déc-09	30-sept-09	31-déc-08	T4-2009	2009
<b>Canada</b>					
3 mois	0,19	0,22	0,83	-3	-64
2 ans	1,48	1,27	1,10	21	38
5 ans	2,77	2,58	1,69	19	108
10 ans	3,61	3,31	2,68	30	93
30 ans*	4,08	3,84	3,54	24	54
<b>États-Unis</b>					
3 mois	0,06	0,08	0,03	-2	3
2 ans	1,14	0,94	0,76	20	38
5 ans	2,68	2,31	1,55	37	113
10 ans	3,84	3,31	2,21	53	163
30 ans	4,64	4,05	2,68	59	196
<b>Écarts de rendement Canada/É.U. (p.c.)</b>					
3 mois	13	14	80	-1	-67
2 ans	34	33	34	1	0
5 ans	9	27	14	-18	-5
10 ans	-23	0	47	-23	-70
30 ans	-56	-21	86	-35	-142

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

Inflation observée et de point mort selon les obligations à rendement réel décembre 2007 - décembre 2009



## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

### Les obligations provinciales

Au cours du trimestre, les obligations provinciales ont procuré un rendement de -0,89 %, comparativement à -0,79 % pour les obligations du Canada. Contrairement aux trimestres antérieurs, les primes de risque de ces émetteurs se sont stabilisées au quatrième trimestre.

Les écarts de crédit provinciaux n'ont fluctué que légèrement au cours du quatrième trimestre. Dans le secteur de 30 ans, les écarts ont terminé le trimestre à 81 points centésimaux pour le Québec, à 65 pour la Colombie-Britannique et à 68 pour l'Ontario, soit des resserrements de 2, 1 et 0 points centésimaux respectivement.

Au cours de l'année 2009, les écarts de crédits provinciaux se sont resserrés de façon importante et la courbe de crédit a entrepris un processus de normalisation. Les écarts de crédit de court et moyen termes se sont donc resserrés davantage que ceux de long terme. Pour le Québec, les écarts de crédit se sont resserrés de 98, 97 et 66 pour les termes de 5 ans, 10 ans et 30 ans. Pour la province de l'Ontario, les écarts de crédit se sont resserrés de 81, 89 et 56 pour les termes de 5 ans, 10 ans et 30 ans. Enfin, pour la Colombie-Britannique, les écarts de crédit se sont resserrés de 96, 80 et 58 pour les termes de 5 ans, 10 ans et 30 ans.

Au cours du mois d'octobre, certaines provinces ont publié une mise à jour plus détaillée de leur situation fiscale. L'Ontario a surpris avec un déficit plus important qu'attendu. La conséquence d'un tel déficit sur les besoins de financement a contribué à la sous-performance relative de cette province au cours du trimestre et pour l'année dans son ensemble. Le Québec et la Colombie-Britannique ont également vu leurs finances se détériorer mais dans une bien moindre mesure.

Dans la foulée de ces mises à jour, un des événements importants du quatrième trimestre fut la décote par DBRS et S&P de la province de l'Ontario de AA à AA(Low) et AA-. La province demeure dans la mire des agences de notation et devra démontrer des preuves de stabilisation de ses finances pour éviter une autre décote.

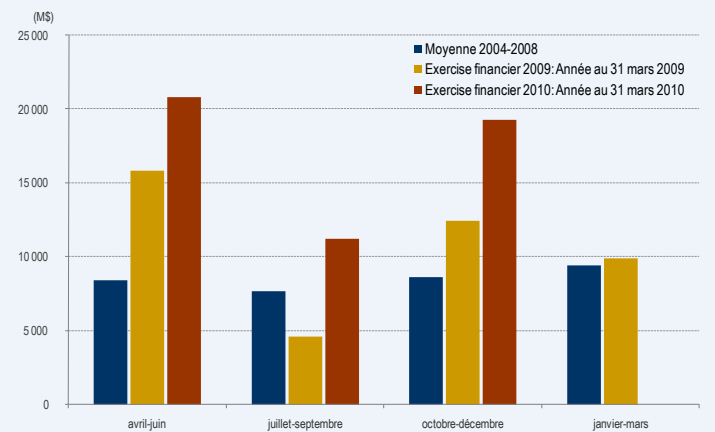
Les provinces ont accéléré de façon importante le rythme de leurs opérations de financement au cours de la période automnale alors que les écarts étaient soutenus par l'appétit pour le crédit en général. Le nombre d'émissions a été élevé autant sur le marché intérieur que sur les marchés internationaux, ce qui a certainement aidé les écarts au pays à demeurer presque inchangés. Le montant cumulatif d'obligations provinciales émises cette année a franchi le cap du 50 milliards \$. Il s'agit déjà d'un nouveau record pour un exercice financier avec encore un trimestre de financement à venir (le record précédent avait été établi l'an dernier avec des émissions totalisant plus de 42 milliards \$ pour l'exercice 2008-2009).

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



	Écarts de rendement (p.c.)			Variation	
	31-déc-09	30-sept-09	31-déc-08	T4-2009	2009
<b>Québec/Canada</b>					
5 ans	32	37	130	-5	-98
10 ans	77	79	174	-3	-97
30 ans	81	83	147	-2	-66
<b>Ontario/Canada</b>					
5 ans	38	41	119	-3	-81
10 ans	66	63	155	3	-89
30 ans	68	68	124	0	-56
<b>C.-B./Canada</b>					
5 ans	29	32	124	-3	-95
10 ans	68	66	148	2	-80
30 ans	65	66	123	-1	-58
<b>yankees/ "US T treasuries"</b>					
Qc 30 ans	25	61	112	-36	-87

Nouvelles émissions par trimestre



## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

### Les obligations de sociétés

Les obligations de sociétés ont continué de surpasser les obligations d'État au quatrième trimestre, quoiqu'à un rythme plus lent qu'au premier semestre de l'année. L'écart de rendement moyen entre les obligations de sociétés et les obligations fédérales de l'indice DEX a rétréci de 14 points centésimaux, passant de 149 au début du trimestre à 135 à la fin de la période. L'appétit croissant des investisseurs pour le risque et pour du rendement, la tendance marquante de l'année, a été renforcée par l'embellie des marchés boursiers mondiaux et de l'économie mondiale.

L'appétit accru pour le risque a été mis à rude épreuve lorsqu'on a appris que la dette de Dubai World ne serait pas refinancée à la date prévue initialement. Les craintes d'une contagion éventuelle ont alors commencé à circuler. Nous avons constaté une certaine volatilité à court terme jusqu'à ce que Abu Dhabi fasse savoir qu'elle accorderait son soutien. Cet épisode semble n'avoir soulevé que de brèves appréhensions, et les écarts de crédit ont continué de se resserrer.

Les sommes remboursées au programme TARP par trois grandes banques américaines qui ont des obligations libellées en dollars canadiens – Bank of America, Citigroup et Wells Fargo – ont créé un climat plus favorable et fait grimper rapidement ces obligations. Ainsi, les obligations Maple de long terme de Citigroup ont gagné plus de 13 % durant le trimestre.

Le comité de Bâle sur la réglementation bancaire a publié ses recommandations sur les normes de fonds propres. Essentiellement, il cherchait à consolider les normes mondiales de liquidité et de fonds propres en veillant à ce que le secteur bancaire soit plus apte à absorber des pertes. Les lignes de conduite définitives seront établies d'ici la fin de 2010, et l'on vise une implantation pour la fin de 2012 au plus tard. Un élément clé concerne les fonds propres de catégorie 1, qui devraient se présenter d'abord sous forme de capitaux propres et de bénéfices non répartis; d'autre part, les normes d'éligibilité instruments de catégorie 1 seront renforcées. Voilà qui a mis un frein aux émissions bancaires novatrices de catégorie 1 en raison de l'incertitude entourant les nouvelles règles – ce qui a renchéri les émissions existantes de catégorie 1 du fait de leur rareté. Les écarts propres aux émissions novatrices de catégorie 1 des banques canadiennes ont diminué d'environ 15 points centésimaux dans la semaine de l'annonce, et ils continuent d'afficher une bonne tenue.

Au Canada, le volume des nouvelles émissions d'obligations de sociétés a remonté par rapport à l'automne dernier, lorsque le marché bougeait à peine; cependant, les niveaux annuels demeurent historiquement faibles. La valeur annuelle des émissions d'obligations de sociétés a totalisé 54,4 milliard \$, contre 56,7 milliards \$

en 2008. La forte demande a continué de surpasser l'offre de nouvelles émissions et, conjuguée à l'appétit accru pour le risque, a entraîné un nouveau rétrécissement des écarts.

L'indice des obligations de sociétés DEX a rapporté 0,99 % au quatrième trimestre, surpassant sensiblement les obligations du gouvernement du Canada, dont le résultat s'est établi à -0,79 %. Le rendement annuel de l'indice des obligations de sociétés DEX a atteint 16,26 %, comparativement à -1,52 % pour les obligations du gouvernement du Canada.

#### Nouvelles émissions par cote de crédit

	2008	2009	Différence
AAA	5 865	1 697	-71%
AA	32 836	17 215	-48%
A	15 075	19 642	30%
BBB	3 110	14 625	370%
Obligations à rendement élevé	215	1 180	449%

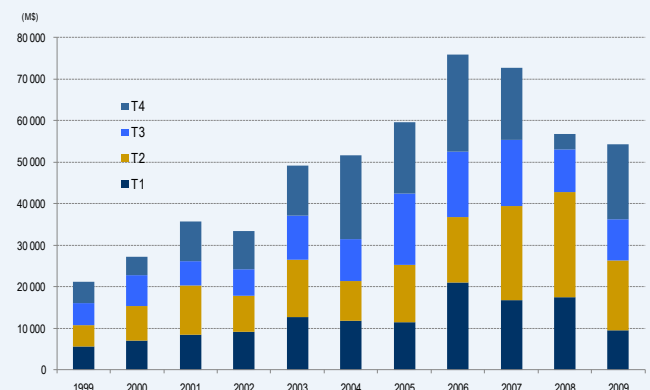
Source: BMO Capital Markets, Bloomberg

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

	31 déc 09			Variation	
	30 sept 09	31 déc 08	T4-2009	2009	
<b>Banque Royale</b>					
5 ans	95	115	450	-20	-355
10 ans	125	140	465	-15	-340
30 ans	175	175	465	0	-290
<b>Bell Canada</b>					
5 ans	110	145	510	-35	-400
10 ans	180	195	540	-15	-360
30 ans	260	290	540	-30	-280
<b>Loblaws</b>					
5 ans	100	135	420	-35	-320
10 ans	155	180	470	-25	-315
30 ans	260	285	540	-25	-280
<b>GTA</b>					
5 ans	85	95	360	-10	-275
10 ans	120	125	370	-5	-250
30 ans	170	185	370	-15	-200
<b>TransCanada Pipelines</b>					
5 ans	65	90	385	-25	-320
10 ans	105	125	420	-20	-315
30 ans	170	185	460	-15	-290

Source : Financière Banque Nationale

#### Historique des nouvelles émissions



Source: BMO Capital Markets, Bloomberg

## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

### Les obligations internationales et devises

Après une performance positive en début de trimestre, la tendance se renversait en décembre alors que les investisseurs préféraient diminuer la pondération de titres gouvernementaux en portefeuilles. La stabilisation des économies mondiales, mais surtout l'offre à venir des gouvernements pour l'exercice 2010, ont pesé lourd dans la balance et expliquent le recul de 0,2 % de l'indice international Government Bond Index au cours du dernier trimestre. Pour l'année 2009, à l'opposé de 2008, les investisseurs ont préféré augmenter les titres obligataires de crédit dans leur portefeuille plutôt que ceux des gouvernements et cela explique le maigre rendement de l'indice GBI de 0,7 % en devises locales.

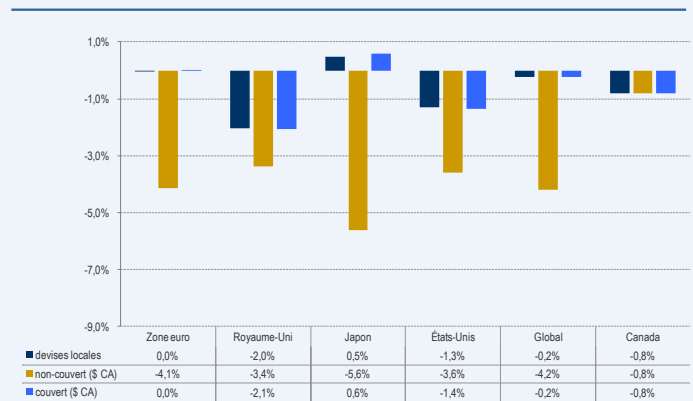
Les taux historiquement bas au Canada éliminent maintenant complètement le portage typiquement positif de couvrir le risque de fluctuations du dollar canadien. L'indice GBI couvert contre ce risque a également terminé le trimestre à la baisse de 0,2 %. Pour l'ensemble de l'année 2009, l'indice couvert a produit un rendement de 1,0 %.

Tout comme lors des trois trimestres précédents, l'appréciation du dollar canadien contre la plupart des devises majeures a fait reculer l'indice GBI non couvert exprimé en dollars canadiens lors du dernier trimestre de 2009. À la baisse de 4,2 % pour la période de septembre à décembre, l'indice non couvert a reculé de 13,5 % en 2009.

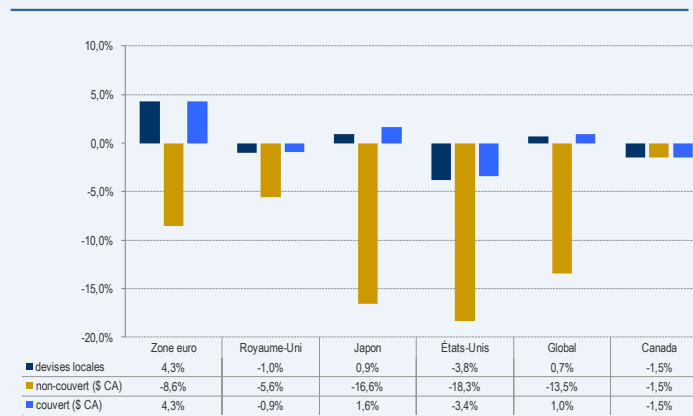
Ce sont à nouveau les pays ayant davantage bénéficié du tumulte des marchés financiers et de la recherche de sécurité en cours d'année 2008 qui ont connu les plus forts replis lors du dernier trimestre. En tête de liste, le marché obligataire britannique a reculé de 2,7 % lors du seul mois de décembre pour terminer le trimestre en baisse de 2,0 %. Exacerbées par la décote de la Grèce sous le seuil de la qualité d'investissement en décembre, les craintes d'une décote possible des titres du Royaume-Uni reliées à un endettement de plus en plus lourd, expliquent ce recul.

Le retour du balancier vers des actifs plus risqués, notamment les marchés boursiers et les titres de crédit, a pesé lourdement sur les titres du Trésor américain. Accablé par la perspective de nombreuses émissions à venir 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, le marché obligataire des États-Unis a perdu 1,3 % lors du dernier trimestre. Fortes de la conviction que la Réserve fédérale s'assurerait d'une base de croissance solide avant de monter les taux, les échéances de plus

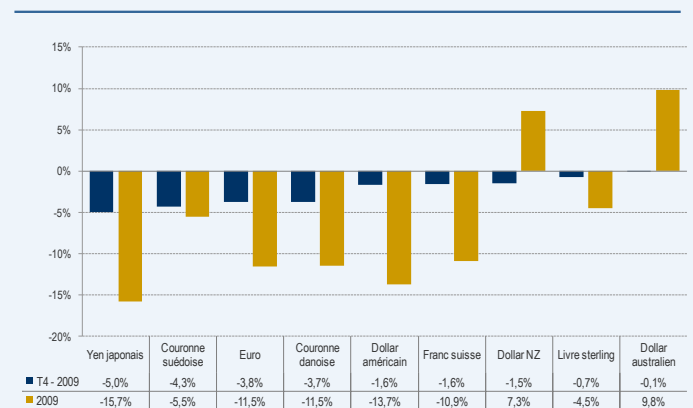
Rendements trimestriels des obligations internationales T4-2009



Rendements annuels obligations internationales 2009



Variation des devises vs le dollar canadien T4-2009



## COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

court terme ont connu de meilleurs rendements que les échéances longues. La pente 30 ans-2 ans a même atteint un sommet de 374 points centésimaux au milieu de décembre. À la hausse de 14,3 % en 2008, le marché obligataire américain a redonné une partie de ces gains en 2009, affichant une baisse de 3,8 %.

Évidemment, les plus faibles efforts de stimulation des pays de la zone euro rendent moins importantes les craintes liées à l'offre de titres en comparaison avec d'autres pays. Également, l'assouplissement moindre de la politique monétaire par la Banque Centrale Européenne par rapport aux autres banques centrales majeures reporté à plus tard les hausses de taux éventuelles de la BCE. Notamment aidé par les pays périphériques comme l'Italie et la Belgique, le marché obligataire de la zone euro n'a reculé que de 0,1 % lors du trimestre. Pour l'ensemble de 2009, c'est un rendement de 4,3 % qu'ont généré les marchés obligataires de la zone euro.

Les données économiques plus fortes aux États-Unis au cours du trimestre ont permis au dollar américain de se stabiliser contre l'euro et le yen notamment. En général, la valeur refuge que constituait le billet vert au plus fort de la crise en 2008 s'est abruptement terminée en 2009. D'autres éléments, tels la hausse des produits de base et le questionnement par rapport à son statut futur de valeur de réserve, ont également pesé sur le dollar américain en 2009.

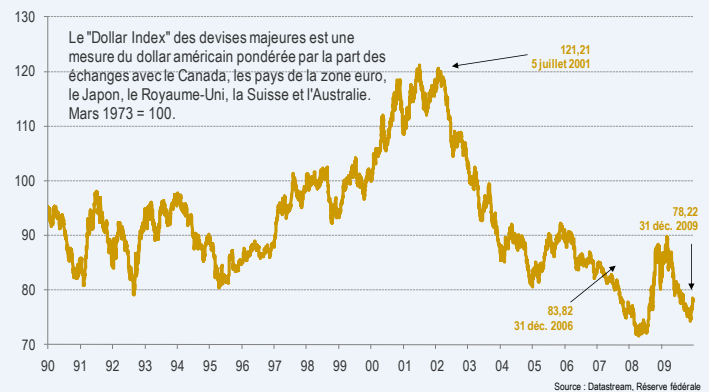
La hausse du prix des produits de base au cours du trimestre, y compris le prix du pétrole qui terminait le trimestre juste en deçà de 80 \$ le baril, ont beaucoup aidé le dollar canadien à poursuivre son appréciation contre l'ensemble des devises majeures. D'un niveau de 0,8204 \$ É-U en début d'année, le huard s'est apprécié de 15,9 % contre le dollar américain en 2009 pour terminer à 0,9506 \$ É-U. Une demande intérieure canadienne plus solide que celle de bien d'autres économies majeures a également soutenu le dollar canadien. Les exportations moins importantes vers les États-Unis et les craintes d'intervention par la Banque du Canada ont empêché le huard de retourner à la parité en 2009.

### Taux directeurs des politiques monétaires (%)

	déc-08	sept-09	déc-09	Année 2009
Canada	1,50	0,25	0,25	-125
États-Unis	0,25	0,25	0,25	0
Europe	2,50	1,00	1,00	-150
Royaume-Uni	2,00	0,50	0,50	-150
Japon	0,10	0,10	0,10	0

### Évolution du dollar américain

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



### Taux de change

	31-déc-08	30-sept-09	31-déc-09	Variation trimestrielle	2009
Devise de référence \$ EU					
Euro	1,3964	1,4637	1,4318	-2,18%	2,54%
Dollar canadien	0,8204	0,9353	0,9506	1,63%	15,87%
Yen japonais	1,1021	1,1143	1,0762	-3,42%	-2,35%
Couronne danoise	0,1876	0,1966	0,1925	-2,11%	2,59%
Livre sterling	1,4603	1,6006	1,6157	0,94%	10,64%
Dollar NZ	0,5827	0,7237	0,7245	0,10%	24,34%
Dollar australien	0,7052	0,8837	0,8974	1,55%	27,26%
Franc suisse	0,9355	0,9654	0,9656	0,02%	3,22%
Couronne suédoise	0,1275	0,1435	0,1396	-2,72%	9,45%
Devise de référence \$ CA					
Euro	1,7020	1,5649	1,5062	-3,75%	-11,50%
Dollar américain	1,2189	1,0692	1,0520	-1,61%	-13,69%
Yen japonais	1,3434	1,1915	1,1322	-4,98%	-15,72%
Couronne danoise	0,2287	0,2102	0,2025	-3,69%	-11,46%
Livre sterling	1,7800	1,7114	1,6997	-0,68%	-4,51%
Dollar NZ	0,7102	0,7738	0,7621	-1,51%	7,31%
Dollar australien	0,8595	0,9448	0,9440	-0,08%	9,83%
Franc suisse	1,1402	1,0322	1,0158	-1,59%	-10,92%
Couronne suédoise	0,1555	0,1534	0,1469	-4,28%	-5,53%