

INTÉRÊT TRIMESTRIEL

POINT DE VUE

C'est politique, pas économique

Dans sa mise à jour de septembre 2011, le Fonds monétaire international (FMI) a souligné à quel point la reprise économique mondiale est devenue beaucoup plus incertaine. Le FMI affirme que deux phénomènes menacent la reprise. Le premier est une croissance plus faible qu'anticipé dans les pays avancés depuis le début de l'année. Le second est une augmentation des craintes quant à l'équilibre fiscal de plusieurs pays et aux pressions financières qui en découlent.

Pour ce qui est du manque de dynamisme de la croissance dans plusieurs pays avancés, notamment aux États-Unis, les analystes du FMI constatent que les deux rééquilibrages nécessaires pour retrouver une croissance plus forte et durable semblent s'être interrompus. À l'interne, la demande privée n'a pas encore réussi à complètement prendre la relève du stimulus fiscal qui a commencé à se renverser. À l'externe, les économies avancées espèrent compenser la demande intérieure anémique, par des exportations nettes plus fortes, notamment vers des pays à économie émergente dont la demande intérieure est vigoureuse. Les gains à ce chapitre sont encore insuffisants.

La seconde menace a trait aux déséquilibres fiscaux et aux pressions financières qui s'ensuivent. Jusqu'à récemment, le problème était centré sur de plus petits pays en périphérie de la zone euro. Dernièrement les craintes se sont propagées à de plus grands pays de la zone comme l'Espagne, l'Italie, voire la France et à leurs banques. Début août, avec les tergiversations et les récriminations entourant le relèvement du plafond de la dette publique aux États-Unis et la décote par Standard & Poor's qui suivit, le paysage s'est assombri davantage. Cette montée de pression dans la marmite des marchés financiers est une autre manifestation de la rétroaction, parfois forte, entre la finance et l'économie réelle. En effet, la perte de confiance des marchés financiers est amplifiée par le fait que la finance elle-même demeure au cœur de la contraction mondiale dont nous avons peine à sortir. Ce sentiment négatif fait la manchette et se propage à l'économie dans son ensemble, minant la croissance globalement.

La politique, plutôt que de calmer le jeu, envenime une situation déjà précaire et ce n'est pas une question de système politique. En Europe, les investisseurs ont conclu que les structures politiques sont inadéquates et que l'Union économique et monétaire (UÉM) est en péril. En effet, au chapitre fiscal il n'y a pas encore de pouvoir décisionnel central. Sans une telle structure il semble impossible de forcer la coordination des politiques pour favoriser l'amélioration de la productivité des membres moins

performants de l'union, tout en leur assurant la redistribution nécessaire pour que la monnaie commune ne devienne pas un fardeau intolérable. Même si le Fonds européen de stabilité financière (FESF) est un pas vers la création d'une telle structure, les dirigeants actuels n'ont pas réussi à convaincre les marchés financiers que la volonté de préserver l'intégrité de l'UÉM va ultimement prévaloir. En effet, jusqu'à preuve du contraire les marchés ne croient pas qu'il sera possible de réduire l'autonomie fiscale de chacun des pays membres présentement enchâssée dans les statuts de l'UÉM.

Aux États-Unis, malgré un modèle politique qui a bien servi depuis 223 ans et que plusieurs pays ont tenté de reproduire, le doute s'est installé et l'aversion au risque a beaucoup augmenté. En effet, la partisanerie et le négativisme ont dominé le débat sur le relèvement du plafond de la dette publique en début d'août. Cette dispute en a convaincu plusieurs, dont l'agence de notation Standards & Poor's qui a décoté la dette américaine, que la structure politique reposant sur une division judicieuse du pouvoir souffre de dysfonction. D'ici la fin de 2011, si les acteurs politiques sont incapables d'élever le débat au-dessus de la partisanerie, l'impasse risque de forcer une sérieuse contraction fiscale qui pourrait précipiter les États-Unis en récession.

L'Europe et les États-Unis font face à de grands défis et, dans les deux cas, la onzième heure est arrivée. Récemment, la perte de confiance et la montée de l'aversion au risque ont confirmé que les investisseurs craignent que les dirigeants politiques actuels ne soient pas à la hauteur de ces grands défis, avec pour résultat des conséquences économiques pénibles. Pour l'instant, les marchés voient un verre à moitié vide. Pourtant, il y a de plus en plus de signes qui suggèrent que le pessimisme récent est exagéré. En effet, les derniers indicateurs économiques confirment que la croissance reste lente mais que ni les États-Unis ni le Canada n'ont glissé en récession. Qui plus est, dans les situations politiques compliquées, ce n'est qu'à la onzième heure, quand l'instinct de conservation prend le dessus, que les gestes difficiles mais nécessaires sont posés. Aujourd'hui la confiance et les attentes sont basses. Quelques indicateurs moins pessimistes et quelques progrès sur la scène politique vont facilement dépasser ces attentes et le verre pourrait bien reparaitre à moitié plein. Ainsi va l'humeur changeante des marchés financiers.

COMMENTAIRES ÉCONOMIQUES

International

Le nombre anormalement élevé de chocs sur la scène mondiale en 2011 a miné la croissance de plusieurs économies avancées tandis que les économies en émergence s'en tirent mieux. En effet, les plus grosses économies émergentes d'Asie, dont celle de la Chine et de l'Inde, ont perdu un peu de leur élan, surtout du côté des exportations, mais leur demande intérieure et leur croissance globale demeurent vigoureuses. Au Japon, la reconstruction est commencée et stimulera la croissance pendant plusieurs trimestres. En Europe centrale, la croissance de la Russie se raffermi, tonifiée par les exportations d'énergie, alors que celle des ex-satellites ralentit un peu. En Amérique latine et dans les Caraïbes plusieurs économies axées sur les ressources naturelles se sont pleinement relevées de la crise mondiale. En réponse au resserrement des politiques macroéconomiques, la croissance ralentit et devient plus durable. En Afrique du Nord et au Moyen-Orient les pays exportateurs de pétrole les moins perturbés par le printemps arabe voient leur croissance se raffermir tandis que chez les autres, la croissance reste minée par l'instabilité persistante.

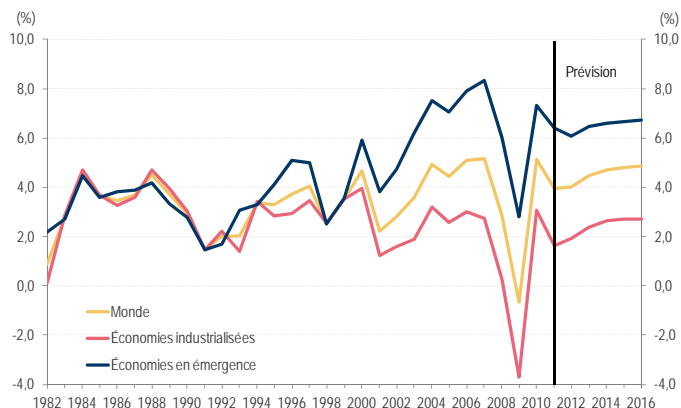
En Europe, au deuxième trimestre, la croissance dans les pays plus forts (Allemagne et France) a perdu de son dynamisme antérieur, alors que la crise de dette souveraine semble entrée dans une phase initiale de contagion. En périphérie, dans les pays les plus affectés par la crise de dette souveraine, la situation reste précaire dû à la croissance anémique qui perdure. Le futur économique de l'Europe et de la zone euro sera largement dicté par le succès ou l'échec des politiciens à transformer la structure politique pour protéger ce qui le mérite et exposer ce qui doit l'être.

États-Unis

Aux États-Unis la demande intérieure croît mais à un rythme anémique. En effet, la demande privée ne réussit pas à se raffermir suffisamment pour compenser la baisse des dépenses publiques qui ont soustrait 0,7 % en moyenne à la croissance annualisée lors de chacun des deux premiers trimestres de 2011. Cette faible croissance est insuffisante pour réduire le taux de chômage qui reste accroché à 9,1 %. Depuis mai il ne s'est créé qu'un total de 360 000 nouveaux emplois alors qu'il en faut environ 120 000 par mois pour absorber l'augmentation tendancielle de la main d'œuvre. L'investissement des entreprises en immobilisations a maintenu un rythme de croissance ferme tandis que la construction résidentielle a encore peine à se stabiliser malgré que le niveau d'activité soit à peine à la moitié du rythme normal. Finalement, l'inflation a récemment remonté à 3,8 % alors que la pression sur les prix de l'énergie et des aliments persiste plus longtemps qu'anticipé.

L'inflation de base, quant à elle a regagné à 2,0 %, alors qu'elle atteignait un creux à 0,6 % il y a à peine 10 mois.

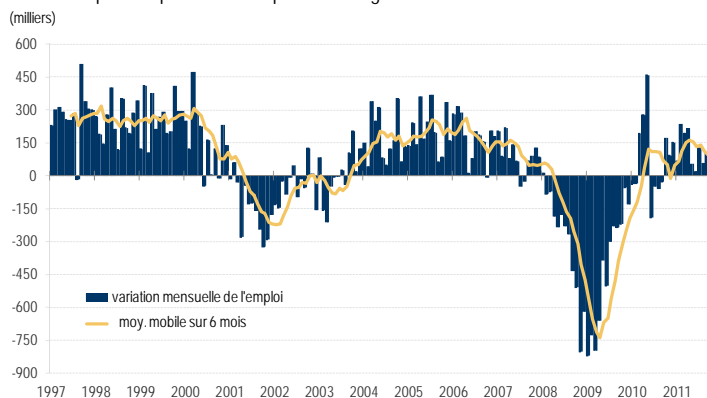
Prévision de croissance - FMI



Source: FMI, octobre 2011

Variation de l'emploi - États-Unis

selon l'enquête auprès des entreprises non agricoles



Source: Datastream

Taux d'épargne - États-Unis

en % du revenu disponible



Source: Datastream

Canada

L'activité économique au Canada s'est repliée au deuxième trimestre de 0,4 % en termes annualisés. La décroissance résulte surtout du secteur extérieur qui a freiné l'élan de l'économie au cours du printemps. La contraction de l'économie a plutôt été concentrée en mai. Depuis, l'activité s'est redressée en juin et juillet.

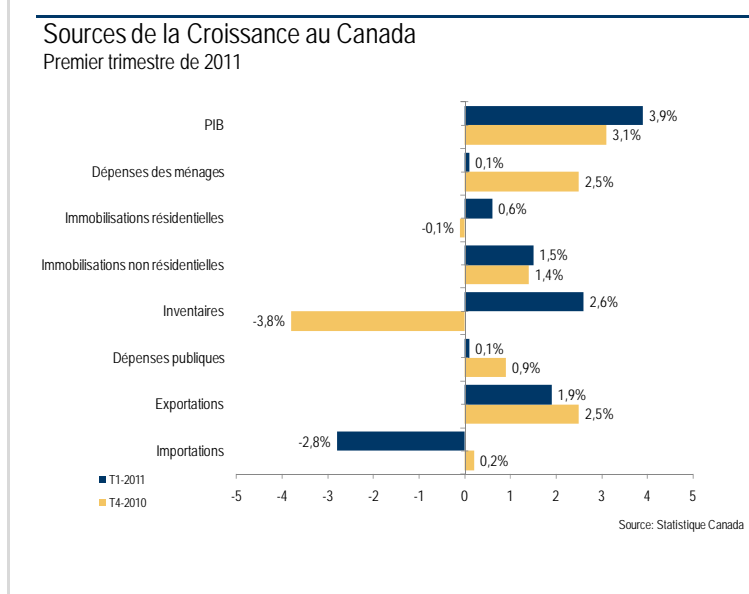
Les exportations ont souffert de la vigueur du dollar, de la faiblesse de notre principal partenaire commercial et de facteurs plus conjoncturels (feux de forêt en Alberta et perturbations liées au tsunami japonais).

La demande intérieure demeure vigoureuse ayant progressé de 3 % en termes annualisés. Après un très léger recul au premier trimestre, les dépenses des ménages ont progressé de 1,6 % au deuxième trimestre. On peut constater la vigueur de la demande intérieure par le bond de 10 % des importations.

Malgré une faible contraction en août, l'emploi a rebondi de 61 000 en septembre, tous des emplois à temps plein. Cependant, malgré la bonne dynamique en termes d'emplois, la croissance annuelle du salaire horaire a ralenti, passant de 2 % au deuxième trimestre à 1,4 % au troisième trimestre.

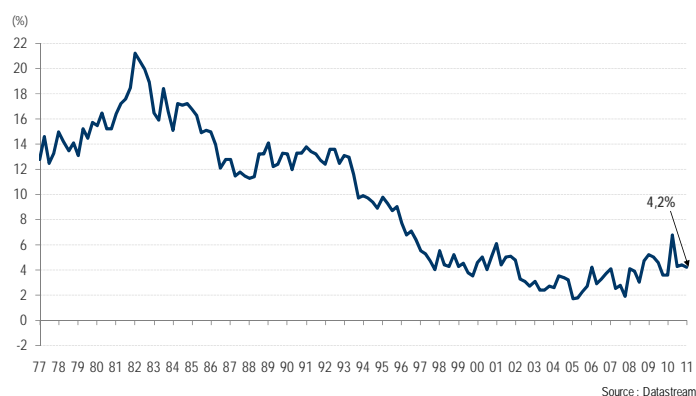
Tel que prévu, l'indice d'ensemble des prix à la consommation diminuait en juillet alors que s'effaçaient les effets de la taxe de vente harmonisée entrée en vigueur un an plus tôt dans les provinces de l'Ontario, de la Colombie-Britannique et de la Nouvelle-Écosse. D'un sommet de 3,7 % en mai, l'inflation atteignait 2,7 % en juillet avant de remonter à 3,1 % en août surtout dû aux hausses persistantes des prix de l'énergie et des aliments.

La conjoncture mondiale incertaine laisse planer son ombre sur l'économie canadienne qui autrement se porte plutôt bien. Le secteur extérieur souffrira toujours de l'atonie de l'économie des États-Unis et d'un tassement des prix des produits de base en deuxième moitié d'année.



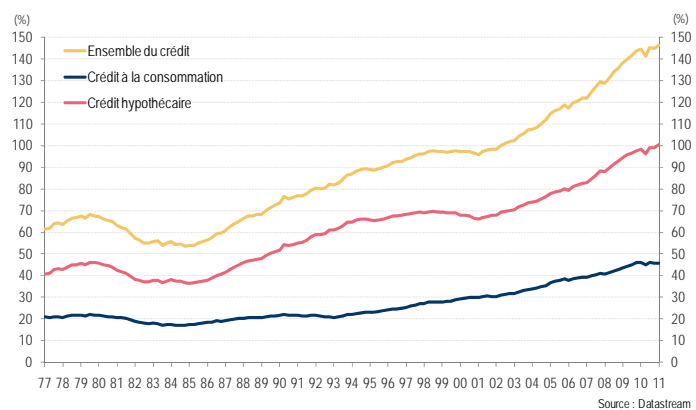
Taux d'épargne - Canada

épargne en % du revenu disponible



Endettement des ménages, Canada

en % du revenu personnel disponible



INDICATEURS ÉCONOMIQUES

(variation annuelle en %)*

	ÉTATS-UNIS		CANADA	
	2010	2011	2010	2011
PIB RÉEL	3,0	1,9	3,2	2,5
TAUX DE CHÔMAGE **	9,6	9,0	8,0	7,5
INFLATION	1,6	3,0	1,8	3,0
VENTES AU DÉTAIL	6,4	7,9	5,5	3,4
PRODUCTION INDUSTRIELLE	5,3	4,3	4,9	3,6
UTILISATION DE LA CAPACITÉ **	74,5	76,9	76,1	78,7
EXPORTATIONS DE BIENS	20,5	18,2	9,6	11,6
IMPORTATIONS DE BIENS	22,8	17,6	10,6	10,4

*Données cumulatives les plus récentes (au 7 octobre 2011)

** Moyenne

Source: Datastream

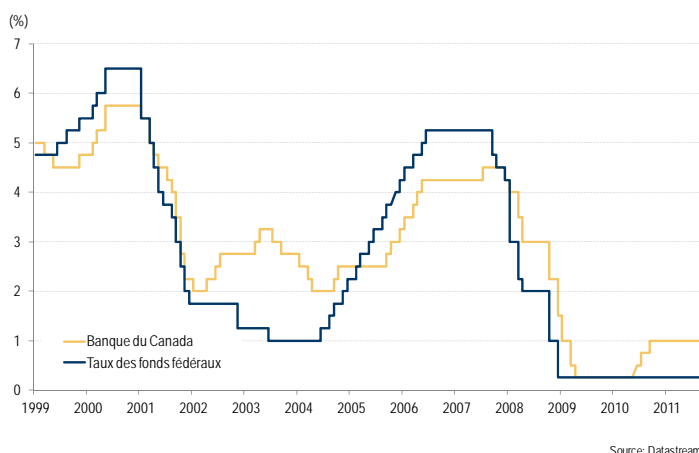
Politiques monétaires et tendance des taux

L'augmentation de l'incertitude quant aux perspectives de la croissance mondiale a motivé plusieurs banques centrales de pays émergents, déjà engagées dans un cycle de resserrement monétaire, à marquer une pause au troisième trimestre. En effet, elles jugent que, dans l'immédiat, les risques d'un dérapage de la croissance au sein de l'union européenne et aux États-Unis constituent une menace plus sérieuse que la poussée d'inflation cyclique qui les avait motivées à resserrer les conditions de crédit. Dans la zone euro, l'escalade de la crise de dette souveraine a finalement forcé la Banque centrale européenne (BCE) à, elle aussi, marquer une pause à compter d'août, elle qui avait encore haussé ses taux directeurs à sa réunion de juillet.

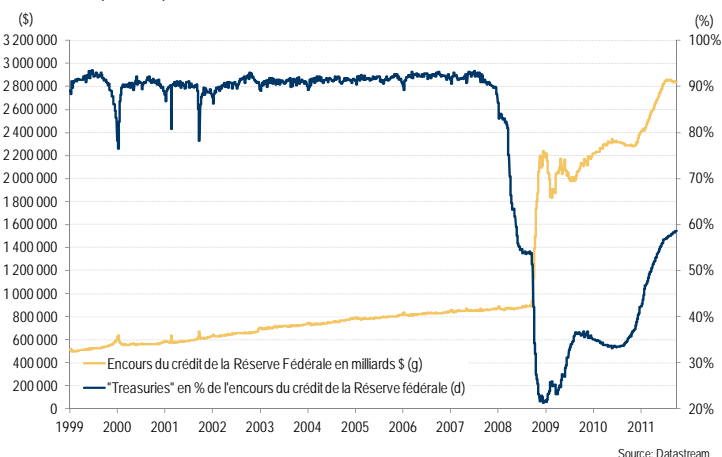
Aux États-Unis, après la débâcle entourant le relèvement du plafond autorisé de la dette publique, la Réserve Fédérale a décidé que le contexte justifiait d'autres mesures exceptionnelles d'assouplissement monétaire. À sa réunion d'août, elle a décidé d'adopter un engagement conditionnel à maintenir son taux directeur au plancher en précisant la mi-2013 comme échéance éventuelle. À sa réunion de septembre, la Banque centrale a annoncé qu'avant juin 2012, elle vendrait 400 milliards \$ d'obligations de court terme du Trésor des États-Unis pour acheter des échéances plus longues. Elle vise, par ces achats, à faire baisser les taux de plus long terme, espérant ainsi stimuler la reprise économique. Comme dans le cas de l'opération de 600 milliards \$ d'assouplissement quantitatif de l'automne dernier, la Fed espère briser la spirale de pessimisme qui s'est renforcée au cours de l'été avec le cafouillage politique en Europe et aux États-Unis. Lors de cette opération précédente, le remède pour améliorer les attentes et favoriser la prise de risque avait bien fonctionné jusqu'à ce que la séquence de chocs de cette année, déclenchée par le printemps arabe, ne ravive le pessimisme.

Au Canada, la Banque centrale s'est avouée de plus en plus préoccupée par les risques extérieurs pour la conjoncture canadienne. Dans son Rapport sur la politique monétaire de juillet, elle avait déjà réduit ses projections de croissance canadienne surtout à cause d'une révision à la baisse des perspectives de l'économie des États-Unis. Bien que la demande intérieure au Canada continue d'évoluer favorablement, la Banque s'attend à ce que le commerce extérieur demeure une source importante de faiblesse dans un contexte mondial moins robuste et exposé à des chocs potentiels préoccupants. En septembre, en confirmant qu'elle gardait inchangé son taux directeur, elle a aussi affirmé que « le besoin de réduire la détente monétaire a diminué ».

Taux directeurs des politiques monétaires nord-américaines

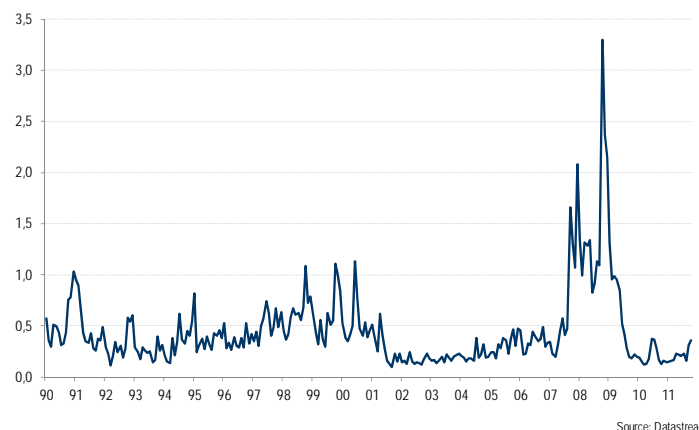


La Réserve fédérale accroît son bilan et il devient plus risqué



Marché interbancaire aux États-Unis

taux LIBOR 3 mois - taux bons du Trésor 3 mois (estimation de l'écart TED)



COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

Après avoir débuté le trimestre à 3,54 %, le taux obligataire de long terme a plongé pour atteindre un creux à 2,69 % dans la dernière semaine du trimestre et terminer à 2,78 %. Cette chute précipitée reflète certes un ralentissement de la croissance, mais doublé d'un effondrement de la confiance suite aux déchirements politiques en Europe et aux États-Unis. Nous évaluons que l'envergure de cette baisse traduit des attentes beaucoup plus pessimistes que ne pourrait justifier l'ampleur du ralentissement décrit par les indicateurs actuels de la conjoncture. Pour le trimestre, les taux des obligations du Canada ont baissé pour toutes les échéances le long de la courbe des rendements, les baisses les plus fortes s'établissant dans les échéances de 5 à 10 ans. De plus, la recherche de valeurs refuges a causé un élargissement des écarts sur les obligations provinciales et de sociétés, plus prononcé qu'au deuxième trimestre.

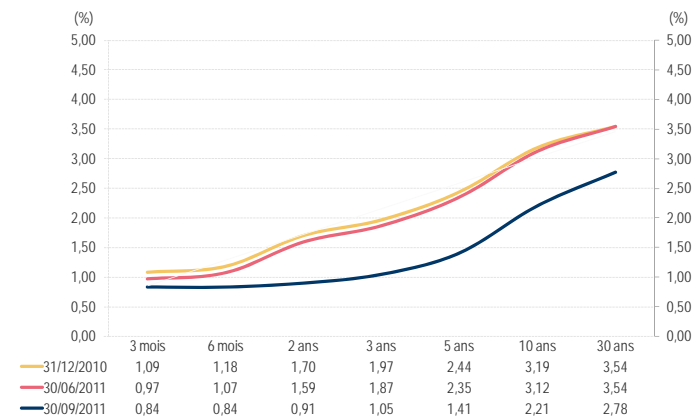
Au troisième trimestre de 2011, les baisses de taux ont été beaucoup plus fortes aux États-Unis qu'au Canada sauf dans les échéances les plus courtes où les taux américains étaient déjà près du plancher. Le 30 septembre, le taux des obligations du Trésor des États-Unis de 30 ans s'établissait à 2,90 %, en baisse de 148 points centésimaux depuis le 30 juin dernier. Notons aussi l'énorme plage de fluctuation de 162 points centésimaux (de 4,40 % à 2,78 %), plus de trois fois plus étendue que celle de 49 points centésimaux du trimestre précédent.

La forte pente de la courbe de 2 ans - 30 ans aux États-Unis s'est aplatie de 128 points centésimaux au cours du trimestre. De 393 points centésimaux à la fin juin, elle a graduellement diminué pour atteindre un minimum de 258 points centésimaux le 22 septembre et clore le trimestre à 265 points centésimaux.

Les taux obligataires canadiens ont baissé dans toutes les échéances, mais sensiblement moins qu'aux États-Unis dans celles au-delà de 5 ans. Dans les échéances de 2, 5, 10 et 30 ans, les baisses de taux des obligations du Canada ont été de 69, 94, 91 et 77 points centésimaux respectivement. Le 30 septembre, le taux de 30 ans était de 2,78 % après avoir atteint un creux de 2,69 % vers la fin du trimestre.

Les plages de fluctuation de plusieurs échéances se sont encore fortement agrandies pour s'approcher des niveaux record du dernier trimestre de 2008. La volatilité était respectivement de 77, 104, 104 et 86 points centésimaux pour les taux de 2, 5, 10 et 30 ans.

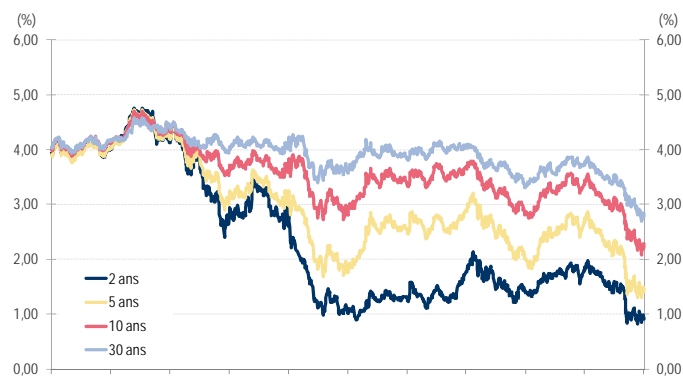
Courbes canadiennes de rendement



Source: Addenda Capital Inc.

Évolution des taux obligataires canadiens

la courbe commence à s'aplatir



Source: Addenda Capital Inc.

Obligations 30 ans - Canada et États-Unis

septembre 2009 - septembre 2011



Source: Addenda Capital Inc.

COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

La pente entre les taux canadiens de 2 ans et de 30 ans n'a diminué que de 8 points centésimaux au cours du trimestre comparativement à un affaissement de 128 points aux États-Unis. De 195 points centésimaux au 30 juin, la pente de la courbe a fluctué entre 182 et 229 points centésimaux et s'établissait à 187 points le 30 septembre.

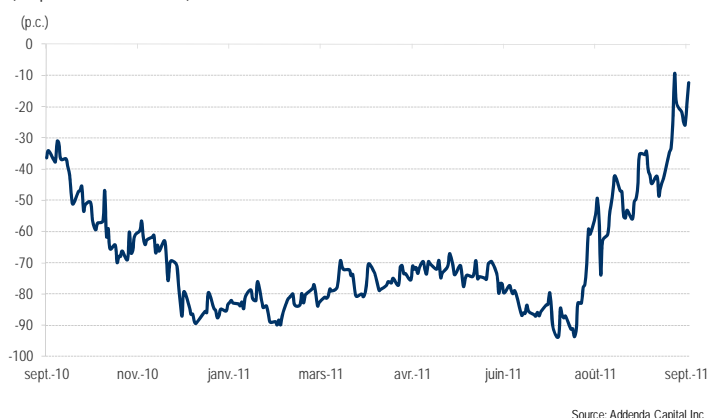
La baisse généralisée des taux obligataires a produit des rendements plus élevés aux États-Unis qu'au Canada, car les baisses dans les plus longues échéances ont été sensiblement plus fortes au Sud de la frontière. De plus, les taux canadiens sont maintenant plus élevés que ceux des États-Unis pour toutes les échéances sauf celle de 30 ans. Pour l'échéance de 30 ans, l'écart est passé de -84 points centésimaux à un maximum de -94 points centésimaux et concluait le trimestre à -12 points centésimaux. De plus, la volatilité des taux de long terme a atteint un niveau que l'on peut qualifier d'exceptionnellement élevé.

Les obligations à rendement réel (ORR)

Le rendement à l'échéance des ORR canadiennes de long terme a diminué de 0,21 % au cours du troisième trimestre de 2011, passant de 1,03 % en fin juin à 0,82 % à la fin septembre. Aux États-Unis, le taux de rendement à l'échéance des ORR de long terme a diminué de 0,70 % passant de 1,73 % en fin juin à 1,03 % à la fin septembre. Par ailleurs, le taux d'inflation de point mort au Canada a diminué de 57 points centésimaux pour atteindre 1,95 %. Aux États-Unis, l'inflation de point mort a diminué de 0,78 % passant de 2,65 % à 1,87 % en fin de trimestre.

Au troisième trimestre de 2011, l'indice ORR a enregistré un gain de 5,19 %, un rendement de beaucoup inférieur à celui de 12,60 % des obligations de long terme du gouvernement du Canada. La baisse beaucoup moins forte du taux de rendement à l'échéance des ORR, comparée à celle des obligations nominales, peut être interprétée comme une réduction de la prime de risque exigée par les acheteurs d'obligations nominales pour se protéger contre l'inflation non anticipée.

Écarts de rendement des obligations Canada et États-Unis 30 ans (en points centésimaux)

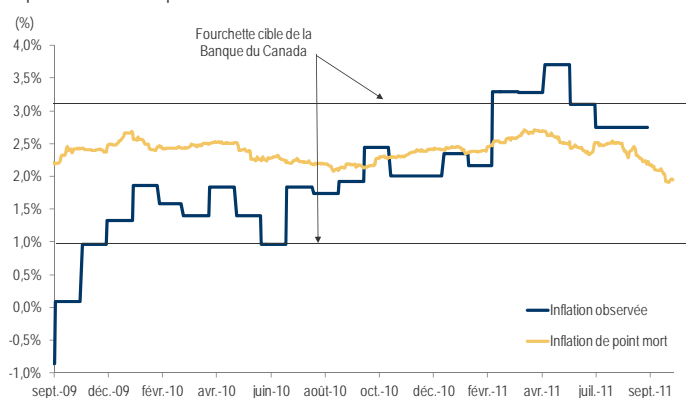


Source: Addenda Capital Inc

	Taux de rendement (%)			Variation (p.c.)	
	31-déc-10	30-juin-11	30-sept-11	T3-2011	Année à ce jour
Canada					
3 mois	1,09	0,97	0,84	-13	-25
2 ans	1,70	1,59	0,91	-68	-79
5 ans	2,44	2,35	1,41	-94	-103
10 ans	3,19	3,12	2,21	-91	-98
30 ans	3,54	3,54	2,78	-76	-76
États-Unis					
3 mois	0,12	0,03	0,02	-1	-10
2 ans	0,61	0,45	0,25	-20	-36
5 ans	2,01	1,76	0,96	-80	-105
10 ans	3,30	3,18	1,92	-126	-138
30 ans	4,34	4,38	2,90	-148	-144
Écarts de rendement Canada/É.U. (p.c.)					
3 mois	97	94	82	-12	-15
2 ans	109	114	66	-48	-43
5 ans	43	59	45	-14	2
10 ans	-11	-6	29	35	40
30 ans	-80	-84	-12	72	68

Source: Addenda Capital Inc.

Inflation observée et de point mort selon les obligations à rendement réel septembre 2009 - septembre 2011



Source: Bloomberg

COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

Les obligations provinciales

Au cours du trimestre, les obligations provinciales ont procuré un rendement de 6,61 %, comparativement à 5,82 % pour les obligations du Canada. La durée plus élevée du secteur dans le contexte de taux fortement baissiers explique le rendement plus élevé des titres de provinces malgré un élargissement notable des écarts.

En effet, les écarts des titres de provinces ont atteint leur sommet de l'année en réponse à la nervosité mondiale quant à l'état des crédits souverains et corporatifs. La décote de plusieurs pays d'Europe, des États-Unis ainsi que de quelques grandes institutions financières européennes et américaines ont sapé la confiance des investisseurs.

Dans le secteur de 30 ans, les écarts ont terminé le trimestre à 112 points centésimaux pour le Québec, à 95 pour la Colombie-Britannique et à 96 pour l'Ontario, soit des augmentations de 24, 17 et 19 points centésimaux respectivement.

Mentionnons que le contexte actuel n'est pas sans rappeler celui de la crise de liquidité de 2008. L'agrandissement des écarts des obligations « souches » de la province de l'Ontario avait alors été moins élevé que celui des titres de plus petites provinces ou des obligations non référencées (« off-the-run »).

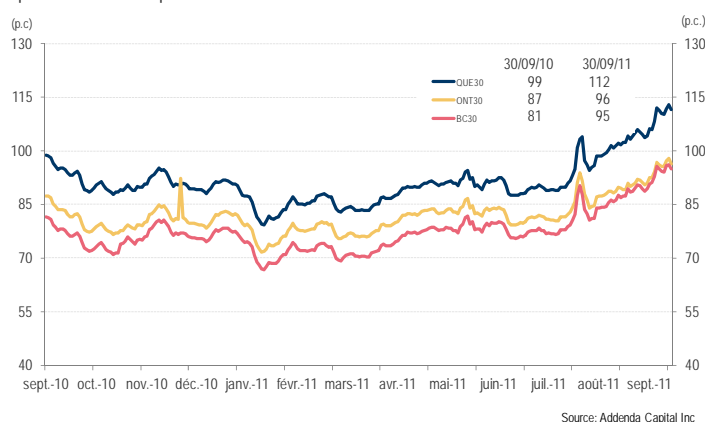
Au chapitre des bonnes nouvelles, les mises à jour des résultats budgétaires des provinces ont en général confirmé de meilleurs résultats pour l'exercice 2010-2011 ainsi que des prévisions plus optimistes pour l'exercice en cours. Il n'y a toutefois pas de changements majeurs annoncés en ce qui a trait aux programmes de financement de l'exercice en cours.

Au 30 septembre, les provinces avaient complété près de 57 % de leur programme de financement pour l'exercice budgétaire 2011-2012. Malgré l'agrandissement des écarts, le coût de financement était attrayant à cause de la forte baisse des taux, particulièrement pour les titres de plus de 10 ans; les provinces ont pu obtenir les coûts de financement les plus bas de leur histoire. Les provinces ont saisi l'occasion pour émettre des titres d'échéance de 10 ans et plus. D'ailleurs, le Québec a procédé au lancement d'une nouvelle obligation « souche » de 30 ans portant un coupon de 4,25 % (échéance en 2043).

Les provinces de l'Ontario et de la Colombie-Britannique ainsi qu'Hydro-Québec ont procédé à des financements en dollars américains au cours du trimestre. Toutefois, à cause de la turbulence sur les marchés mondiaux, certaines provinces accusent un retard dans leur programme de financement à l'étranger. À moins d'un changement de ton radical, cela signifiera donc davantage de recours à la dette domestique cette année.

Sans surprise, la taxe de vente harmonisée en Colombie-Britannique a été rejetée par référendum. Cela n'a toutefois pas eu d'incidence sur les écarts de la province.

Évolution des écarts de provinces 30 ans vs Canada
septembre 2010 - septembre 2011

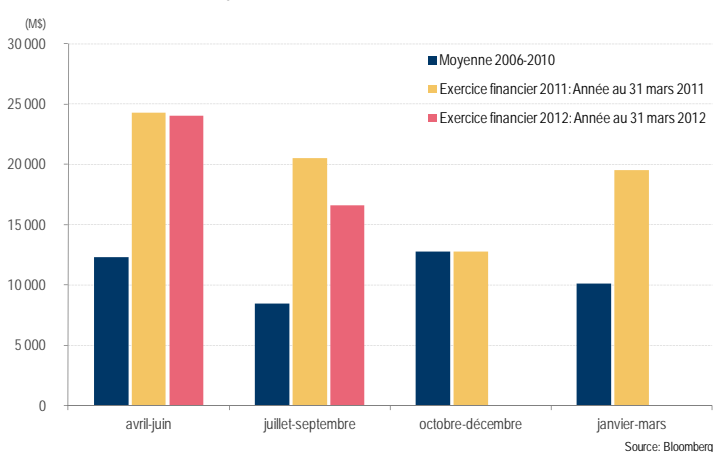


Source: Addenda Capital Inc

	Écarts de rendement (p.c.)			Variation	
	31-déc-10	30-juin-11	30-sept-11	T3-2011	Année à ce jour
Québec/Canada					
5 ans	42	40	58	18	16
10 ans	74	77	104	27	30
30 ans	89	88	112	24	22
Ontario/Canada					
5 ans	40	36	54	19	14
10 ans	74	76	101	25	27
30 ans	79	79	96	17	17
C.-B./Canada					
5 ans	31	32	51	19	20
10 ans	58	65	87	22	29
30 ans	75	76	95	19	20

Source: Addenda Capital Inc

Nouvelles émissions par trimestre



Source: Bloomberg

COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

Les obligations de sociétés

Le marché des obligations de sociétés a été malmené par une volatilité des marchés et une inquiétude qui n'ont cessé de croître tout au long du troisième trimestre de 2011. L'incertitude qui plane sur l'Europe, l'impasse politique qui sévit aux États-Unis, les appréhensions de la Fed découlant des risques importants de détérioration des perspectives économiques, l'« opération Twist » – tout cela a débouché sur la divergence actuelle entre les facteurs fondamentaux et la peur qui paralyse les marchés. Ceux-ci ont oscillé entre les jours de « risque accepté » et les jours de « risque à éviter ». Compte tenu de ce climat, l'écart de rendement moyen entre le sous-indice DEX des obligations de sociétés et celui des obligations fédérales s'est élargi de 37 points centésimaux durant le trimestre pour s'établir à 174 points fin septembre. Les secteurs des communications et des services financiers, qui affichent habituellement plus de volatilité dans une conjoncture défavorable pour les titres de crédit, ont été les moins performants, alors que l'énergie et les infrastructures ont surperformé de par leur caractère défensif.

Un peu plus de 13 milliards \$ d'obligations de sociétés ont été émises au troisième trimestre, contre près de 17 milliards \$ au même trimestre de 2010. La plupart de ces émissions ont trouvé preneurs dans la première partie de la période, notamment deux émissions de titres à haut rendement. Cependant, au fur et à mesure que l'incertitude s'est amplifiée, les émissions ont ralenti. Une émission importante a été lancée dans la dernière partie du trimestre : celle du partenariat public-privé, en trois tranches, du Humber River Regional Hospital, hôpital situé dans le nord-ouest de Toronto, dont le montant a légèrement dépassé le milliard de dollars.

Le fait que le nombre d'émissions lancées en septembre soit tombé à son plancher mensuel de l'année met quelques éléments en relief. Les investisseurs craintifs ont réclamé de plus grandes concessions sur les nouvelles émissions, et bon nombre d'entreprises sont demeurées préoccupées devant l'ampleur de leurs écarts, malgré des taux obligataires historiquement et relativement faibles; elles ont donc décidé de ne pas émettre de titres. Ayant amélioré considérablement leur liquidité après la crise de 2008, quantité d'émetteurs sont bien mieux placés pour attendre un moment plus propice. De même, comme il leur en coûte si peu pour se financer sur les marchés monétaires, les émetteurs sont moins enclins à rallonger l'échéance de leur dette. Et enfin, les banques canadiennes ont bénéficié d'un coût de financement très avantageux aux États-Unis, marché auquel elles ont préféré s'adresser en priorité durant la période.

L'indice DEX des obligations de sociétés a gagné 3,72 % au troisième trimestre de 2011, en retard sur les obligations fédérales qui ont dégagé un rendement de 5,06 %.

Nouvelles émissions par cote de crédit

	T3-2010	T3-2011	Variation en (%)
AAA	1 268	498	-61%
AA	2 614	3 122	19%
A	7 221	7 541	4%
BBB	4 582	1 810	-60%
Obligations à rendement élevé	1 000	265	-74%
Total	16 685	13 236	-21%

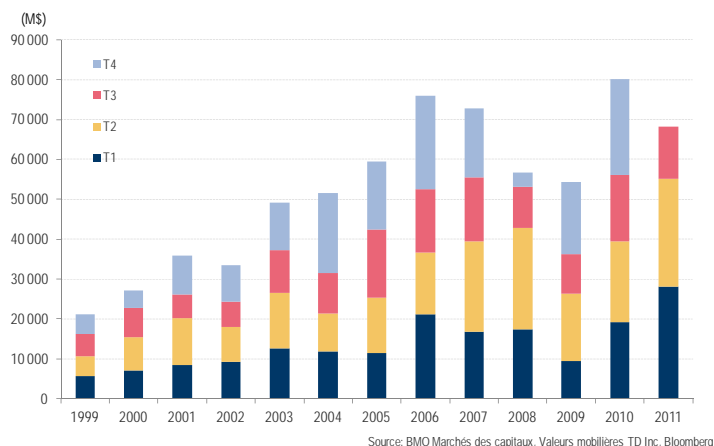
Source: BMO Marchés des capitaux, Valeurs mobilières TD Inc., Bloomberg

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

				Variation	
	30 sept 11	30 juin 11	31 déc 10	T3-2011	Année à ce jour
Banque Royale					
5 ans	185	135	125	50	60
10 ans	215	160	155	55	60
30 ans	245	195	180	50	65
Bell Canada					
5 ans	155	120	115	35	40
10 ans	210	185	175	25	35
30 ans	290	270	240	20	50
Loblaws					
5 ans	165	115	115	50	50
10 ans	225	180	165	45	60
30 ans	300	270	250	30	50
GTAA					
5 ans	105	80	75	25	30
10 ans	140	110	105	30	35
30 ans	170	145	145	25	25
TransCanada Pipelines					
5 ans	120	85	80	35	40
10 ans	150	115	110	35	40
30 ans	180	155	160	25	20

Source : Financière Banque Nationale, Addenda Capital inc.

Historique des nouvelles émissions



Source: BMO Marchés des capitaux, Valeurs mobilières TD Inc., Bloomberg

COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

Les obligations internationales et devises

Les imbroglios politiques entourant les problèmes d'endettement en Europe et aux États-Unis ont poussé les marchés obligataires internationaux fortement à la hausse lors du troisième trimestre. La conviction plus généralisée que cela conduirait inévitablement à une récession mondiale a engendré un gain de plus de 4,1 % de l'indice « Government Bond Index » (GBI) de juin à septembre. Alors que certains plus petits marchés ont moins bien fait, les rendements aux États-Unis et en Allemagne expliquent la majeure partie du gain. À ce jour en 2011, l'indice a produit un rendement de 5,5 %.

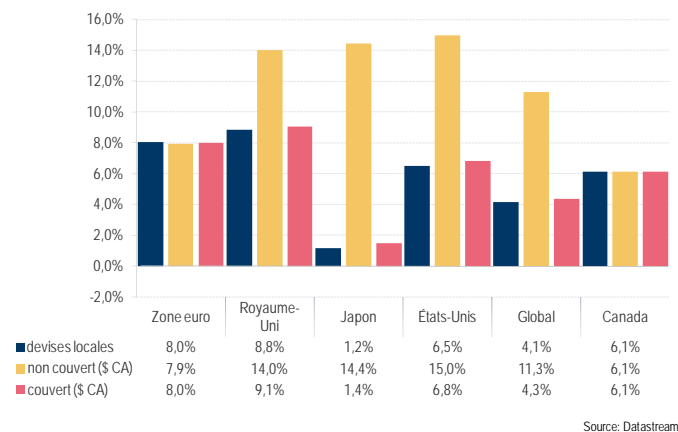
La prime offerte par les taux de court terme canadiens par rapport aux taux japonais, américains et britanniques continue de produire un rendement supplémentaire lié à la couverture des fluctuations du dollar canadien. L'indice GBI couvert contre ce risque a ainsi terminé en hausse de 4,4 % lors du dernier trimestre.

La forte dépréciation du dollar canadien contre le dollar américain a permis à l'indice GBI non couvert de progresser davantage en fin de trimestre. Cet indice exprimé en dollars canadiens a augmenté de 11,3 % au cours du trimestre.

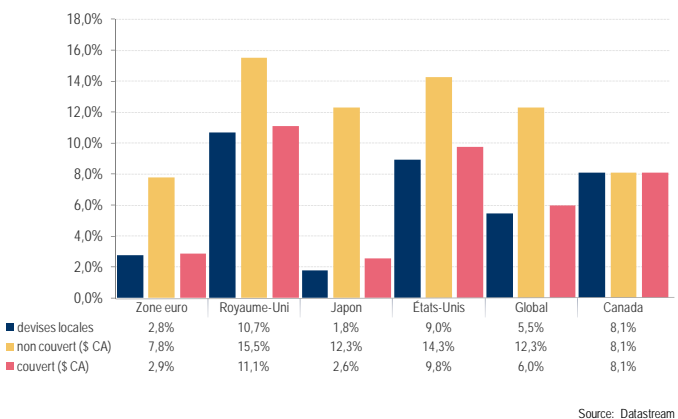
Progressant de 6,5 %, le marché obligataire américain a affiché l'un des meilleurs rendements des principaux pays de l'indice. Les difficultés des politiciens à s'entendre quant au rehaussement du plafond autorisé de la dette publique et la décote par Standard & Poor's qui a suivi ont ébranlé la confiance des investisseurs au mois d'août. L'anticipation d'un sérieux ralentissement économique a, par la suite, motivé la Réserve Fédérale à intervenir à deux occasions. D'abord en annonçant l'intention de garder le taux directeur bas pour les 2 prochaines années, ensuite par l'annonce d'un rallongement de l'échéance moyenne des titres du Trésor américain à son bilan. Alors que ce sont surtout les courtes échéances qui ont bénéficié de la première annonce, c'est la portion de long terme de la courbe qui s'est considérablement appréciée en anticipation de l'« Opération Twist ». D'un niveau de 4,38 % en début de trimestre, les titres du Trésor de 30 ans ont touché un creux de 2,78 % avant de terminer le trimestre à 2,90 %. Cette forte baisse de taux a fait progresser l'indice du secteur 10 ans et plus des États-Unis de 23,5 % entre juin et septembre.

Tout comme la majorité des autres marchés, le marché britannique a été entraîné dans le sillage du marché obligataire américain. Évidemment, la durée plus longue des titres en circulation au Royaume-Uni par rapport aux autres pays de l'indice explique en partie la bonne tenue du marché. Il faut tout de même noter que l'ouverture de la Banque d'Angleterre en fin de trimestre à remettre en vigueur un programme de rachat de titres, y a aussi contribué.

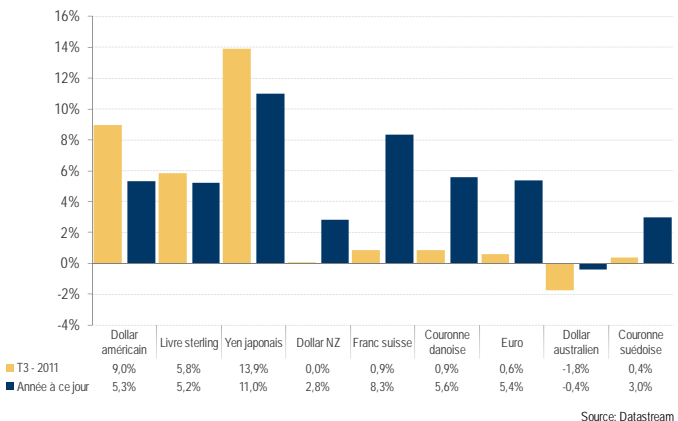
Rendements trimestriels des obligations internationales
T3-2011



Rendements annuels obligations internationales
Année à ce jour



Variation des devises vs le dollar canadien
T3-2011



COMMENTAIRES SUR LES MARCHÉS (SUITE)

Pour un deuxième trimestre consécutif, les problèmes de la Grèce et d'autres pays périphériques de la zone euro ont grandement profité au marché allemand. Son rôle de valeur refuge dans le contexte de la faiblesse des marchés boursiers s'est soldé par une poussée trimestrielle de 8,0 %. A contrario, l'Italie affichait un rendement négatif au cours du trimestre et ce, malgré les rachats de ces titres annoncés par la Banque centrale européenne (BCE).

Six mois après le passage du tsunami, des perspectives économiques améliorées et le niveau déjà bas des taux expliquent le rendement plus modéré du Japon à 1,2 %.

L'aggravation des problèmes en Europe ainsi que l'intention avouée de la Banque Nationale Suisse de limiter l'appréciation du franc ont réactivé le statut de valeur refuge du dollar américain. Parmi les devises majeures, seul le yen a progressé contre le billet vert. Les devises liées aux prix des matières premières sont celles qui ont le plus écopé. Sur la base de l'indice DXY, un indice pondéré par les échanges commerciaux, le dollar américain s'est apprécié de 5,9 % au cours du trimestre.

Le dollar canadien s'est fortement déprécié au cours du trimestre. Les données économiques plus faibles et la volte-face du gouverneur Carney de la Banque du Canada qui, après avoir laissé entrevoir des hausses de taux, s'est ensuite rétracté, ont plombé le huard. La chute des prix des matières premières a ensuite poussé le dollar canadien sous la parité par rapport au dollar américain pour la première fois depuis février dernier. Fin septembre, le dollar canadien, cotait à 0,9654 \$US, en baisse de plus de 9,0 % au cours du trimestre. La seule devise majeure à faire pire que le dollar canadien, le dollar australien, a été encore plus affectée par le recul des prix des matières premières.

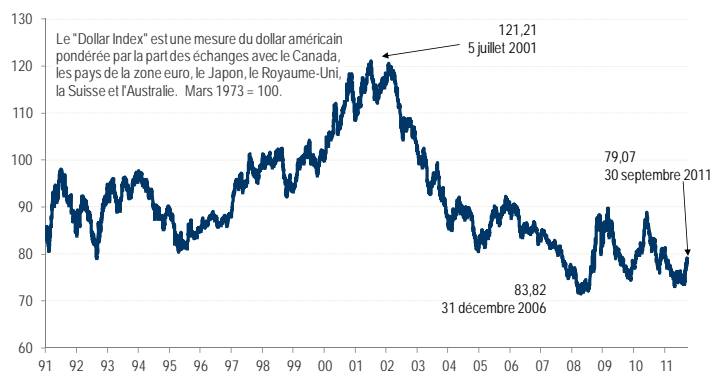
Taux directeurs des politiques monétaires (%)

	déc-10	juin-11	sept-11	Année à ce jour
Canada	1,00	1,00	1,00	0
États-Unis	0,25	0,25	0,25	0
Europe	1,00	1,25	1,50	50
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,50	0
Japon	0,08	0,07	0,08	0

Source: Datastream

Indice du dollar américain

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



Source: Datastream, Réserve fédérale

Taux de change

	31-déc-10	30-juin-11	30-sept-11	Variation trimestrielle	Année à ce jour
Devise de référence \$ EU					
Euro	1,3380	1,4507	1,3386	-7,72%	0,05%
Dollar canadien	1,0030	1,0380	0,9523	-8,25%	-5,05%
Yen japonais	1,2313	1,2418	1,2976	4,50%	5,38%
Couronne danoise	0,1795	0,1945	0,1800	-7,46%	0,28%
Livre sterling	1,5602	1,6049	1,5585	-2,89%	-0,11%
Dollar NZ	0,7795	0,8293	0,7610	-8,24%	-2,38%
Dollar australien	1,0218	1,0723	0,9664	-9,88%	-5,42%
Franc suisse	1,0707	1,1900	1,1012	-7,46%	2,85%
Couronne suédoise	0,1489	0,1581	0,1456	-7,91%	-2,22%
Devise de référence \$ CA					
Euro	1,3339	1,3976	1,4056	0,57%	5,37%
Dollar américain	0,9970	0,9634	1,0500	8,99%	5,32%
Yen japonais	1,2276	1,1963	1,3625	13,90%	10,99%
Couronne danoise	0,1789	0,1873	0,1890	0,87%	5,61%
Livre sterling	1,5555	1,5461	1,6364	5,84%	5,21%
Dollar NZ	0,7772	0,7989	0,7990	0,01%	2,81%
Dollar australien	1,0187	1,0330	1,0147	-1,77%	-0,39%
Franc suisse	1,0674	1,1464	1,1563	0,86%	8,33%
Couronne suédoise	0,1485	0,1523	0,1529	0,38%	2,99%

Source: Datastream

Des changements aux postes de direction

Au mois de juillet, nous avons annoncé des changements à notre structure. En effet, le rôle de **Benoît Durocher**, vice-président exécutif et chef stratège économique, a évolué afin de lui permettre de promouvoir l'expertise de Addenda Capital en matière économique et financière. Il assume ces fonctions tout en conservant la gestion de certaines relations clients. Il continue également à diriger l'analyse économique et les processus pour appuyer les équipes de gestion de placements.

Nous annonçons également l'arrivée de **Michel Jalbert** au sein de l'entreprise en qualité de **premier vice-président, développement des affaires et partenariat avec la clientèle**. À ce titre, Michel voit au développement des affaires et des relations avec les clients et les conseillers en investissements. De plus, il est responsable de l'élaboration de nouvelles stratégies d'investissement, du marketing et de la mise en marché afin de soutenir la croissance de la firme. Il supervise aussi la conception et l'implantation des stratégies de vente et de service à la clientèle. Michel fait partie de l'équipe de direction.

Avant de se joindre à Addenda Capital, Michel était à l'emploi d'une grande société de placement canadienne à titre de vice-président, chef du développement des affaires institutionnelles et du marketing pour l'Amérique du nord. Michel a précédemment exercé plusieurs fonctions au sein de cette firme dans les domaines des relations avec les conseillers et du service à la clientèle. Auparavant, Michel a œuvré chez Bell Canada International Inc. (1996-2001) et Bell Canada (1993-1996), occupant divers postes de direction en gestion des ressources humaines, impliquant les régimes de retraite du groupe de Bell Canada.

Michel a obtenu un Baccalauréat en Sciences de l'Université Laval (1980). Il détient les titres de Fellow de l'Institut canadien des actuaires (FICA), de la Société des actuaires (FSA) et d'analyste financier agréé (CFA).

Des promotions au sein de l'équipe de revenu fixe

En septembre, **Karin Sullivan** a été promue au titre de **gestionnaire principale, obligations de sociétés**. Karin assume maintenant un rôle de chef d'équipe des obligations de sociétés de Montréal, tant au niveau de la gestion des portefeuilles qu'au niveau de la gestion de l'équipe. Elle participe également à l'élaboration des stratégies de gestion active de la durée et des obligations de sociétés. Ses fonctions incluent la gestion des mandats d'obligations à court terme et elle apporte un soutien dans l'analyse du crédit des sociétés des secteurs bancaire et des compagnies d'assurances. Auparavant, elle occupait le poste de gestionnaire de portefeuille, obligations de sociétés (2008-2011) et d'analyste, obligations de sociétés (2006-2008).

Simon Belval a été promu au titre de **gestionnaire de portefeuille adjoint, obligations de sociétés**. Simon seconde la gestionnaire principale dans la gestion des comptes court terme et participe à l'élaboration et au suivi de la stratégie de gestion des obligations de sociétés. Il est également responsable du suivi et de l'analyse de crédit des entreprises du secteur des communications et il joue un rôle de soutien actif dans l'analyse du crédit des entreprises du secteur de la titrisation. Simon voit aussi à la mise à jour et la création d'outils informatiques liés à la gestion des obligations de sociétés. Simon s'est joint à Addenda Capital en août 2008 à titre d'analyste, obligations de sociétés.

Enfin, **Vincent Benoliel** a été promu au titre de **gestionnaire de portefeuille adjoint, revenu fixe**. À ce titre, il cumule des responsabilités liées aux mandats spécialisés et par superposition. Il appuie également l'équipe qui œuvre dans le domaine de l'investissement guidé par le passif de même que l'équipe de recherche quantitative. Il conçoit par ailleurs des outils de contrôle du risque afin d'assurer le respect des paramètres de placement. Auparavant, Vincent occupait le poste d'analyste quantitatif (2008-2011).

Actifs sous gestion

Au 30 septembre 2011, les actifs sous gestion atteignaient 31,9 milliards \$.