

## EXAMEN DE LA CRISE DE LA DETTE EUROPÉENNE

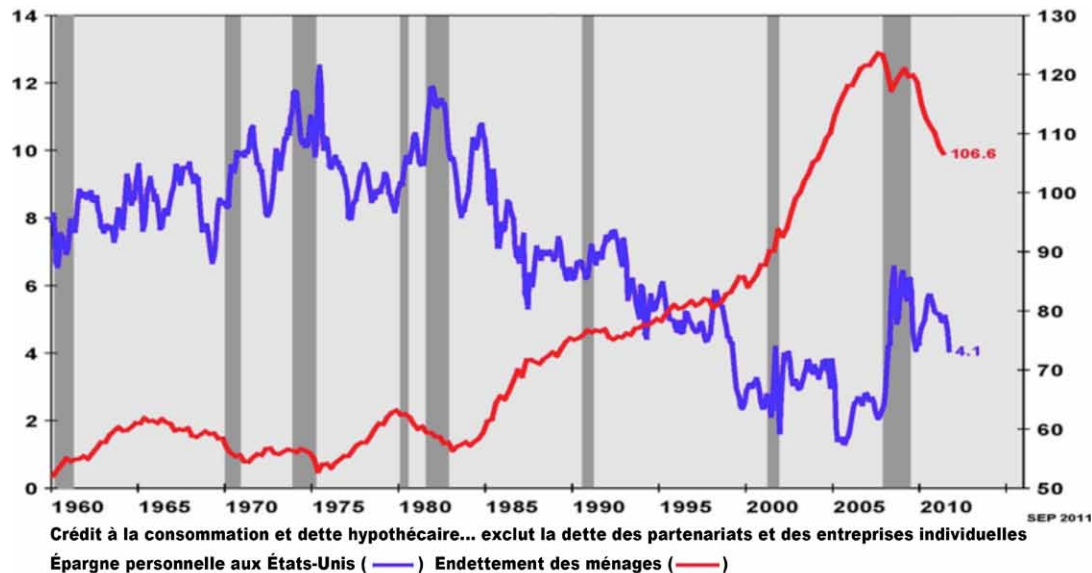
*par SANDY MCINTYRE  
Président et chef de la direction*

*Janvier 2012*

Lors de la Tournée canadienne Sentry Investissements de l'automne dernier, deux sujets ont volé la vedette. D'une part, comment les États-Unis parviendront-ils à résoudre le problème budgétaire et à freiner la dévaluation de la devise, qui est une conséquence directe de ce problème? Et d'autre part, les Européens trouveront-ils une solution à leurs problèmes d'endettement?

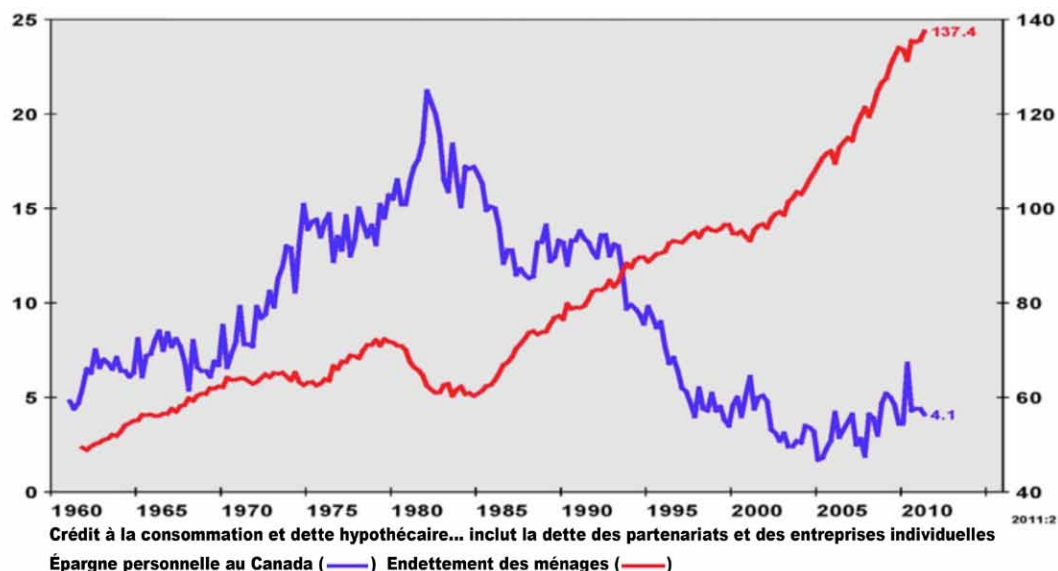
Ma première réaction a été de répondre que nous ne devrions pas nous préoccuper outre mesure de ce qui se passe ailleurs : nous sommes en meilleure santé financière que les Américains et les Européens. J'ai dit dans mes présentations que la dette par habitant au Canada est beaucoup plus élevée qu'aux États-Unis. Certains ont trouvé cela étrange, étant donné que les médias ont parlé abondamment des Américains qui vivent au-dessus de leurs moyens. Les graphiques 1 et 2 proviennent de la plus récente trousse de John Aitken (stratège à Valeurs Mobilières TD). Le taux d'endettement en pourcentage du revenu disponible est 29 % plus élevé au Canada et le taux d'épargne, qui était nettement supérieur dans les années 70, 80 et 90, n'est guère mieux (et souvent pire) au 21<sup>e</sup> siècle.

**GRAPHIQUE 1 : Épargne personnelle aux États-Unis et endettement des ménages en pourcentage du revenu disponible**



Source : Valeurs Mobilières TD, au 30 septembre 2011

**GRAPHIQUE 2 : Épargne personnelle au Canada et endettement des ménages en pourcentage du revenu disponible**



Source : Valeurs Mobilières TD, au 30 septembre 2011

D'après le Fonds monétaire international (FMI), la dette brute consolidée du Canada (gouvernements fédéral et provinciaux et passif actuariel) représente 84,1 % du produit intérieur brut (PIB). Le tout grâce à la hausse vertigineuse de la dette du Québec (penser à la Grèce) et de l'Ontario (penser à l'Espagne). Aux États-Unis, elle se chiffre à 100 %. Les données du FMI montrent très clairement que les pays industrialisés ont un ratio endettement/PIB moyen de plus de 100 %, tandis que les marchés émergents ont des ratios qui oscillent autour de 40 %.

Malheureusement, les États-Unis continuent de dépenser à un taux qui fait augmenter le ratio endettement/PIB plus vite que le Canada. Les États-Unis ont un problème de dépenses et de revenus; le déficit gouvernemental en pourcentage du PIB s'élève à 8 % pour 2011. Le Canada a le même problème, mais dans une moindre mesure : notre déficit s'établit à 3,7 % du PIB. Ajoutez à cela les dettes éventuelles, comme les prêts hypothécaires garantis par Fannie et Freddie, le ratio endettement/PIB des États-Unis grimpe d'un autre 35 %, duquel il faut déduire la valeur des éléments d'actif compensatoires. Les statistiques de la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) montrent que les prêts garantis au Canada représentent 31 % du PIB; étant donné le taux élevé d'endettement des particuliers, cela pose un problème.

Lors des rencontres entre les conseillers en investissement et leurs clients, il est le plus souvent question de la dette européenne et américaine; les clients veulent se faire rassurer et entendre qu'on trouvera la solution à ces problèmes. À mon avis, cela revient à chercher la quadrature du cercle. Voici l'enchaînement simplifié des enjeux :

- Les Européens du Nord ont un taux d'épargne personnel élevé et ont une aversion au risque.
- Ils déposent leur épargne dans des banques.
- Les banques prêtent 12,5 fois leurs fonds propres de catégorie 1, qui représentent 8 % de leurs réserves (à titre d'exemple).
- L'épargne intérieure dépasse l'emprunt intérieur.
- Dans le but d'accroître leur marge de profit, les banques prêtent les dépôts hors du pays : en achetant des titres de dette souveraine des pays du Sud de l'Europe notés AAA et libellés en euros.

- Les dépenses de l'emprunteur soi-disant noté AAA dépassent largement ses revenus et son système fiscal est dysfonctionnel, si bien qu'il est incapable de rembourser son emprunt.
- Le prêteur se voit donc forcé de dévaloriser les actifs ou le prêt pour maintenir l'intégrité des emprunteurs; pour ce faire, les actifs dévalorisés sont radiés des dépôts des épargnants.
- L'emprunteur tente désespérément de maintenir la croissance de son PIB, alimentée par le gouvernement, et demande plus d'argent au prêteur.
- Le prêteur est acculé à l'insolvabilité en raison des prêts irrécouvrables antérieurs; il ne peut plus ou ne veut plus prêter d'argent.
- Les gouvernements empruntent pour couvrir les prêteurs et, en bout de ligne, financer les mauvaises créances additionnelles.
- Les épargnants, qui ont perdu des capitaux en raison des prêts irrécouvrables consentis à l'origine, sont désormais tenus de financer des plans de sauvetage en payant plus d'impôts au lieu d'épargner et aucun problème structurel n'a encore été réglé : les dépenses des pays du Sud de l'Europe dépassent toujours leurs revenus et leur système fiscal est encore dysfonctionnel.

Résultat : Standard and Poor's abaisse la cote de 11 pays d'Europe et les discussions sur la restructuration de la dette grecque échouent le 13 janvier.

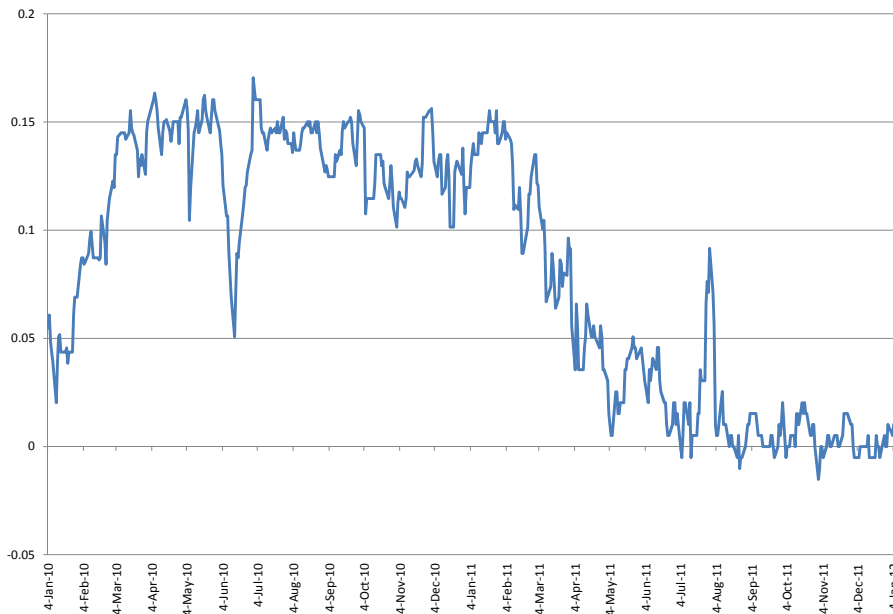
L'effet net est un transfert du patrimoine du Nord au Sud. Les peuples du Nord s'opposent à ce transfert de patrimoine et les peuples du Sud refusent de procéder à une réforme de leurs systèmes budgétaires et fiscaux. Ce problème ne pourra pas se régler sans faire table rase ni sans détruire une partie de la richesse de la zone euro. L'Islande et l'Irlande ont amorcé le cycle des défauts et de destruction de la richesse en Europe, et elles se retrouvent aujourd'hui en mode reprise.

À mon avis, nous assistons à la fin de l'État providence de l'après-guerre, qui meurt à petit feu, parce que les peuples refusent de financer de nouvelles mesures d'intervention économiques du gouvernement et parce que le gouvernement n'est plus en mesure de financer la consommation courante en empruntant davantage. Préparez-vous à un hiver sous le signe de la volatilité et de l'angoisse existentielle alimentée par les mauvaises nouvelles. Préparez-vous à un marché baissier des obligations d'État et à des hausses de taux d'intérêt structurelles dans certains marchés pour compenser le risque accru. Étrangement, cela n'est pas nécessairement négatif pour les marchés boursiers. La croissance des titres d'État va probablement cesser, mais le secteur privé est en plein essor à l'échelle mondiale.

Le principal risque au cours des six prochains mois est que la récession en Europe se transforme en récession mondiale. Un risque secondaire est que le financement de la crise du système bancaire européen prenne de l'ampleur et devienne une crise du crédit. Ce qui peut jouer en faveur de l'économie mondiale est que les peuples et les entreprises ont épargné pendant que les gouvernements tergiversaient. Aux États-Unis, cela fait trois ans que les particuliers font du ménage dans leurs finances et les Européens ont de très bons bilans personnels. Les entreprises réagissent à l'accumulation d'encaisse dans leur bilan en augmentant les dividendes et en procédant à des rachats d'actions. Le capital se forme par le biais de l'épargne individuelle, des cotisations aux régimes de retraite et des bénéfices non répartis des entreprises; le capital doit aller quelque part.

Le déraillement de l'économie européenne fait constamment les manchettes depuis le début de 2010. Les marchés et les médias ont une fixation sur cet événement depuis mai dernier, ce qui a fait grimper le rendement des valeurs refuges (les bons du Trésor américain) à des sommets qui remontent au cœur de la crise de 2008 (graphique 3). Les valeurs sûres pourraient bien dégager un rendement négatif.

**GRAPHIQUE 3 : Déclin des rendements depuis mai 2011**  
 Indice des bons du Trésor américain à 3 mois (%)

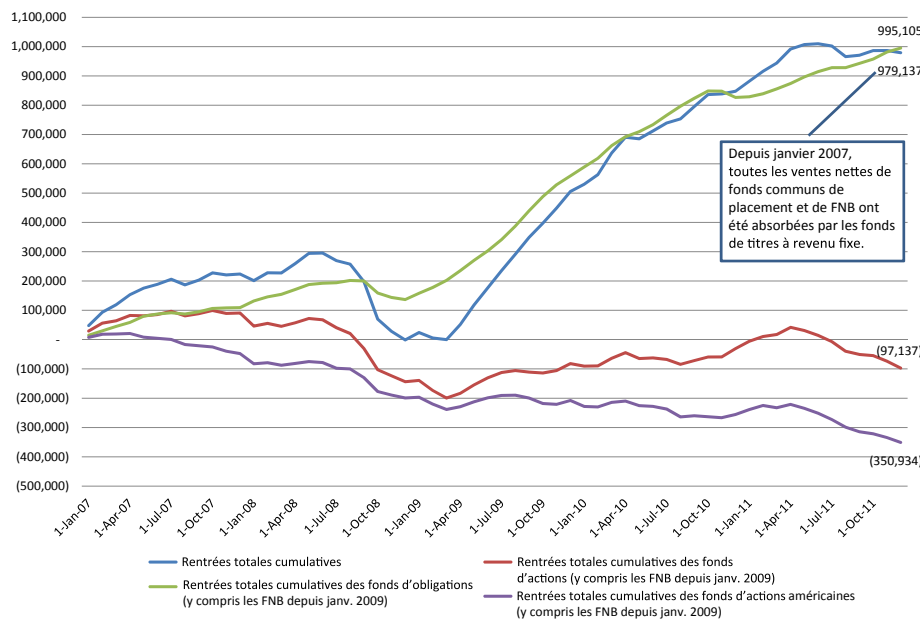


Source : Bloomberg, Sentry Investissements, au 11 janvier 2012

Quand on observe le comportement du marché, on constate que les marchés boursiers nord-américains ont chuté en cascade au début d'août en raison notamment des appels de marge, puis, lorsqu'ils ont atteint leur plus bas niveau, au début d'octobre, ils ont frôlé le statut officiel de «marché baissier». Depuis lors, la volatilité se maintient, mais avec un penchant à la hausse. Depuis avril, les épargnants américains ont liquidé plus d'actions américaines et mondiales qu'ils n'en ont achetées. À preuve, depuis janvier 2007, chaque dollar net a été investi dans des titres à revenu fixe (graphique 4).

**GRAPHIQUE 4 : Les investisseurs particuliers délaissent les titres participatifs pour les placements procurant un rendement**

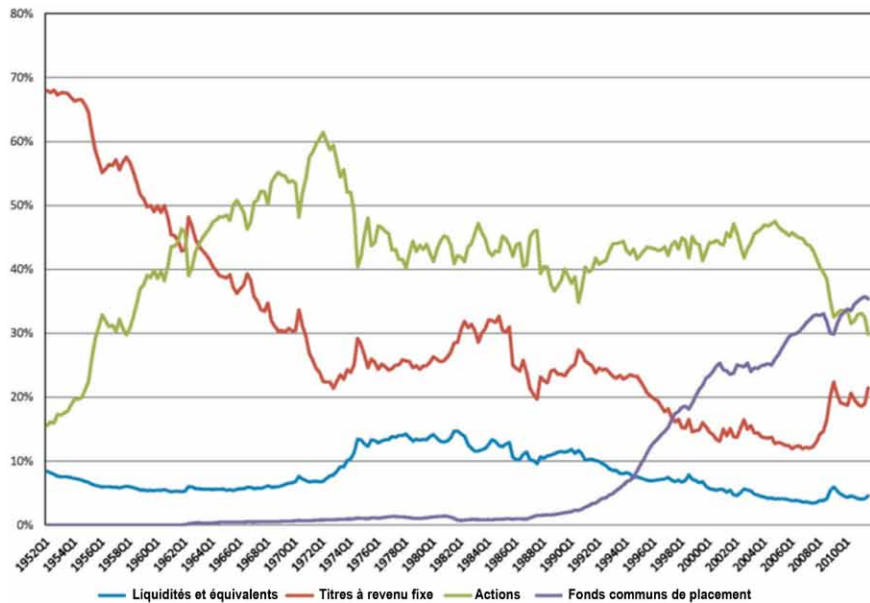
Investment Companies Institute : flux de fonds cumulatifs vers les fonds communs et FNB américains depuis 2007 - 975 milliards \$US



Source : Investment Companies Institute, Sentry Investissements, au 31 décembre 2011

La pondération directe de titres participatifs dans les régimes de retraite américains privés est à son plus bas niveau depuis 1956 (graphique 5). Ce positionnement est à l'image des nouvelles extrêmement négatives qui circulent depuis longtemps. La majeure partie des rentrées de fonds des caisses de retraite sont dirigées vers les régimes à cotisations déterminées et la majorité des cotisations déterminées sont investies dans des fonds communs de placement de titres à revenu fixe. Je crois qu'on peut affirmer sans crainte de se tromper que la rotation des actions vers les titres à revenu fixe dans les régimes de retraite ne date pas d'hier.

**GRAPHIQUE 5 : La pondération directe des titres participatifs dans les régimes de retraite à prestations et à cotisations déterminées est à son plus bas niveau en 50 ans**  
Répartition de l'actif des régimes de retraite privés américains (au 30 septembre 2011)



Source : Federal Reserve Board Z.1 Statistical Package L.118, Sentry Investissements, au 30 septembre 2011

Qui sont les acheteurs? Je n'ai pas accès à ces données, mais d'après Standard and Poor's :

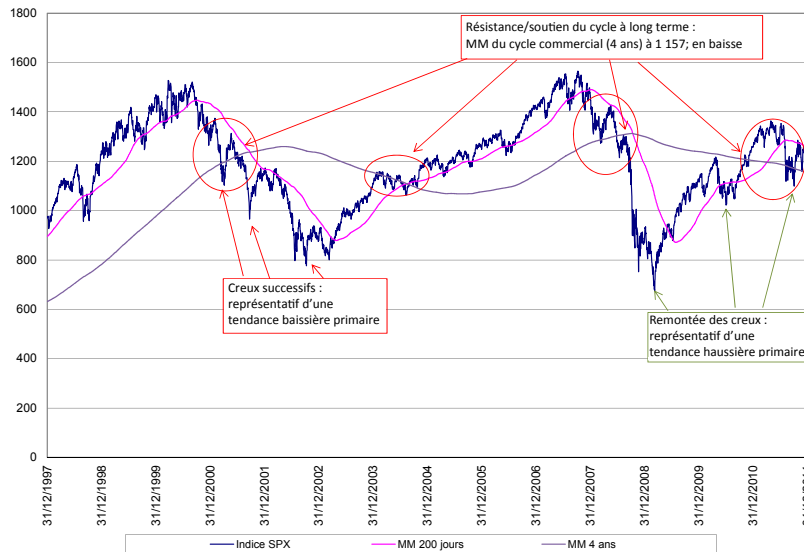
**New York, le 21 décembre 2011** – Indices S&P a annoncé aujourd'hui ses résultats préliminaires, qui indiquent que les rachats d'actions du S&P 500 ont augmenté de 8,4 %, pour s'établir à 118,4 milliards \$ au troisième trimestre de 2011, en hausse par rapport à 109,2 milliards \$ au deuxième trimestre de 2011, et en hausse de 48,8 % par rapport aux 79,6 milliards \$ enregistrés au troisième trimestre de 2010. [traduction libre]

Le stock d'actions à vendre diminue sur deux plans : les positions spéculatrices détenues par les particuliers et les caisses de retraite font l'objet de liquidations depuis quatre ans et le nombre global d'actions offertes à la vente a beaucoup diminué parce que les entreprises rachètent leurs actions en circulation. Ce phénomène ne se limite pas à l'Amérique du Nord. Depuis que les évaluations se sont effondrées en Europe et au Royaume-Uni, les entreprises qui disposent de liquidités abondantes s'affairent à augmenter leurs dividendes et à procéder à des rachats d'actions. Je soutiens depuis longtemps que les titres qui ont le plus de valeur pour leur rareté sont les actions d'entreprises qui ont des revenus de grande qualité et qui sont en mesure d'augmenter leurs dividendes. Les rachats d'actions réduisent l'offre de ces entreprises et augmentent le bénéfice par action.

La crise sévit en Europe. Depuis avril, les marchés boursiers européens se comportent exactement comme le marché canadien : haut en hiver testé en avril; changement « officiel » de tendance (la moyenne mobile [MM] sur 50 jours est passée sous la MM sur 200 jours pour former une croix de la mort) en juillet. Les tentatives de redressement sont contenues dans la MM sur 50 jours qui plafonne, tout en respectant la résistance classique autour de la MM sur 200 jours. Étrangement, le marché américain continue de donner le ton à une reprise potentielle : c'est le grand marché qui a obtenu le meilleur rendement en 2011.

La valeur moyenne du S&P 500 pour les quatre dernières années s'est établie à 1 157. Pendant les remontées, les détenteurs de titres à long terme ont tendance à vendre ces titres lorsqu'ils reviennent à leur valeur d'achat. Pendant les replis, les ventes ont tendance à ralentir lorsqu'elles se font à perte. La MM sur quatre ans représentait un soutien, et la résistance autour de la MM sur 200 jours n'a pas tenu le coup. La MM sur 200 jours devrait être mise à l'épreuve au cours des prochaines semaines, et le résultat de ce test de tension permettra de déterminer si nous avons atteint la prochaine phase du marché haussier cyclique.

### GRAPHIQUE 6 : Moyenne mobile du S&P 500 sur quatre ans



Source : Sentry Investissements, Bloomberg LP, au 11 janvier 2012

L'année 2012 donnera probablement un résultat binaire. D'une part, il se peut que la correction de 2011 se transforme en un marché baissier qui va d'abord tester le creux de novembre, puis celui d'octobre, et qui va probablement chuter sous ces niveaux pour atteindre le creux ultime entre cinq et huit mois après le début de la crise. Le risque de perte devrait se situer entre 12 % et 16 % pour l'ensemble du marché, mais il est plus grand pour les actions au coefficient bêta élevé et plus faible pour les actions de grande qualité. D'autre part, il se peut que la correction suffise à compenser la détérioration de la situation économique et que la croissance mondiale l'emporte sur la peur. Quel est le potentiel de hausse? Les bénéfices prévisionnels des actions de l'indice S&P se chiffrent à 105 \$, tandis que le rythme annualisé s'élève à 95 \$. Si le ratio cours-bénéfice augmentait ne serait-ce qu'à 15 fois, un bénéfice de 105 \$ correspondrait à une cible de 1 575 pour l'indice, soit une hausse de 20 % à 25 %.

J'aimerais pouvoir dire qu'on peut acheter des titres qui procurent un rendement à deux chiffres sans volatilité, mais malheureusement ces titres n'existent pas. Cependant, dans un monde où le revenu allié à la croissance se fait rare, j'aime bien le profil risque-rendement des actions de qualité qui versent un dividende.



Les prix Lipper 2012 ont été décernés aux fonds qui ont affiché le meilleur rendement corrigé du risque pour la période de trois ans terminée le 31 octobre 2011. Lipper Inc. est une société Thomson Reuters.

Certains énoncés contenus dans le présent document constituent des énoncés prospectifs. Est considéré comme un énoncé prospectif tout énoncé correspondant à des prévisions ou dépendant de conditions ou d'événements futurs ou s'y rapportant, ainsi que tout énoncé incluant des verbes comme «s'attendre», «prévoir», «anticiper», «viser», «entendre», «croire», «estimer», «évaluer» ou «être d'avis» ou tout autre mot ou expression similaire. Les énoncés prospectifs et les énoncés qui contiennent des données autres que des informations historiques sont assujettis à des risques et à des incertitudes. Les résultats, les décisions et les événements réels pourraient donc être sensiblement différents de ceux qui sont indiqués dans les énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs ne comportent aucune garantie de rendement futur. Ils sont, par définition, fondés sur de nombreuses hypothèses. Bien que les énoncés prospectifs contenus dans le présent document soient fondés sur des hypothèses jugées raisonnables par Sentry Investissements et le gestionnaire de portefeuille, ceux-ci ne peuvent garantir que les résultats obtenus seront conformes aux énoncés prospectifs. Il est recommandé au lecteur de considérer ces énoncés ainsi que d'autres facteurs avec précaution et de ne pas leur accorder une confiance excessive. La société ne s'engage aucunement à mettre à jour ou à réviser de tels énoncés prospectifs à la lumière de nouvelles données, d'événements futurs ou de tout autre facteur qui pourrait affecter ces renseignements, et décline toute responsabilité à cet égard, sauf si la loi l'exige.