

Endettement mondial : maux de tête en vue

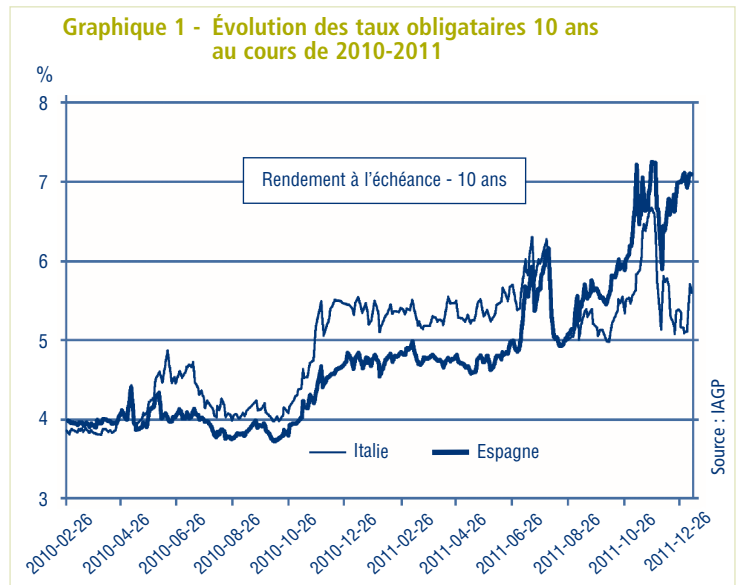
Par **Éric Vachon, MBA, CFA**

Membre de l'équipe de l'Industrielle Alliance,
Gestion de placements inc.

L'année économique 2011 s'est terminée sur une note de fragilité en raison de la crise de la dette souveraine. Celle-ci a eu des répercussions sur l'ensemble des marchés financiers au point de faire ombrage aux autres problèmes économiques et politiques ailleurs dans le monde. Maintenant que les risques ont été identifiés, verra-t-on les solutions se concrétiser en 2012?

La crise de la dette souveraine continue à présenter le risque principal pour la croissance économique mondiale en 2012. Si les autorités européennes et la Banque centrale européenne ne peuvent conjointement trouver une solution à la crise, c'est une possible contagion du système financier mondial qui s'annonce. Le constat est assez évident : la structure actuelle de la zone euro ne fonctionne pas et l'entêtement des politiciens à vouloir la sauver a causé jusqu'à maintenant plus de tort que de bien. Le statu quo actuel ne fait que maintenir une nervosité dans les marchés financiers. La solution qui fera l'unanimité des pays de la zone euro, dont la Grèce, est loin d'être évidente.

Le pire scénario serait que chaque pays retrouve sa monnaie locale ainsi que sa propre banque centrale, c'est-à-dire qu'on assiste au démantèlement de la zone euro, ce qui serait assez chaotique pour les marchés financiers. Mais les pays membres de la zone euro se sont donné une dernière chance en décembre dernier pour trouver un début de solution. L'accord conclu entre 26 des 27 pays membres de l'Union européenne renforce considérablement l'union budgétaire entre les pays européens. Par exemple, chaque État membre devra dorénavant s'assurer que ses déficits structurels ne dépassent pas 0,5 % du PIB. Aussi, des sanctions envers un État qui dépasserait le plafond de 3 % du PIB pour ses déficits publics seront automatiques, sauf si une majorité de membres s'y oppose. Cela représente un pas dans la bonne direction, mais l'application reste à voir.

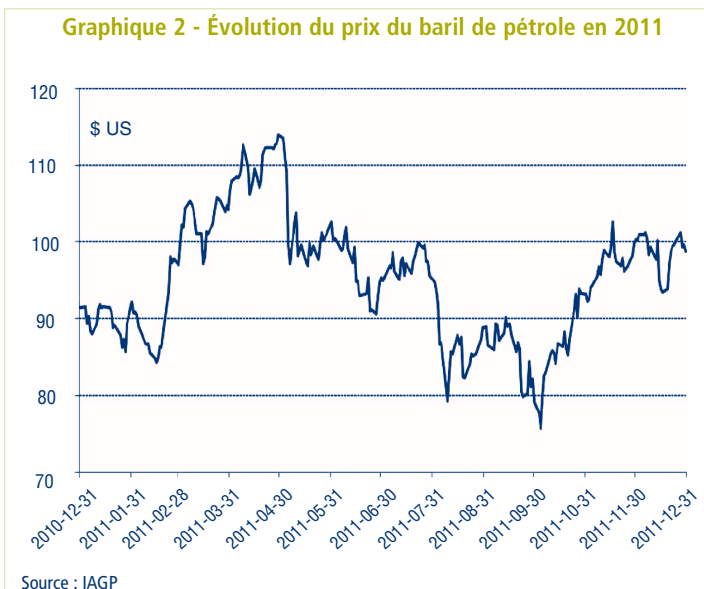


contre la montre pour conclure une entente avec l'Union européenne, le Fonds monétaire international et les banques privées sur les modalités du plan présenté en début décembre. Si Athènes échoue dans sa démarche, elle devra quitter la zone euro selon les nouvelles règles. Pour arriver à demeurer dans la zone euro, le gouvernement grec devra appliquer des mesures d'austérité supplémentaires telles que de nouvelles hausses d'impôt, une baisse des salaires des fonctionnaires, et une réduction du nombre de salariés dans le secteur public. Tout cela afin de réduire les dépenses publiques et de regagner la confiance des marchés financiers qui s'est effritée au cours de la dernière année. Cet effritement s'est matérialisé par une hausse des taux d'intérêt de plus en plus élevés pour le financement de la dette grecque. C'est le prix à payer pour garder la Grèce dans l'euro.

Le premier test sera la Grèce. Celle-ci pourrait se retrouver en défaut de paiement pour des échéances obligataires en mars prochain. Entretemps, elle doit parvenir à un accord avec ses bailleurs de fonds internationaux sur son deuxième plan de renflouement de 130 milliards d'euros. Le gouvernement grec a entamé une course

Si la Grèce sera le premier test, l'Italie et l'Espagne seront aussi un test en soi en raison de la taille importante de leur dette respective. Les investisseurs ont signifié leur crainte en exigeant également des hausses pour leur coût d'emprunt au cours de la dernière année (graphique 1). De l'autre côté, l'agence de notation de crédit Standard & Poor's a annoncé qu'elle plaçait sous surveillance avec une

Graphique 2 - Évolution du prix du baril de pétrole en 2011



perspective négative 15 pays de la zone euro dont la France, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne. Si la dévaluation des titres de dettes souveraines détenus par les banques privées se concrétisait, les banques privées nécessiteraient une injection de fonds propres de la part des gouvernements pour conserver leur ratio de capital. Cela augmenterait davantage l'endettement public et amplifierait le risque de défaut de paiement des gouvernements. Rien de très rassurant de ce côté.

La solution doit provenir des autorités tels le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque centrale européenne (BCE), qui doivent montrer leur bonne volonté à intervenir auprès des pays menacés par un défaut de paiement et, en contrepartie, ces pays doivent démontrer une volonté d'assainir leur situation financière. Historiquement, de nombreux pays ont fait défaut par le passé, notamment la Russie (1998), l'Argentine (2002) et le Mexique (1982). Avant qu'un pays ne baisse les bras, les agences de notation leur servent un avertissement afin qu'ils redressent leurs finances publiques. Par exemple, le Danemark, la Finlande et la Suède ont tous été décotés par les agences de notation dans les années 80 et 90 en raison de leur dette massive et de

dépenses publiques incontrôlées. Les trois pays ont alors entamé des réformes structurelles en profondeur, qui leur ont permis non seulement de regagner leur cote AAA, mais de réduire leur dette publique alors que celle des pays du G7 s'est accrue.

En conséquence, maintenant que les causes de la crise souveraine sont connues, l'étape suivante est de déployer les solutions qui seront difficiles à adopter, mais nécessaires pour la survie de la zone euro telle qu'on la connaît aujourd'hui. Sans cela, le visage de la zone euro risque de changer dans les prochaines années au point de perdre les maillons les plus faibles des 17 membres qui la composent actuellement.

Outre la crise européenne, n'oublions pas les autres problèmes économiques et politiques qui demeurent encore un risque pour l'économie mondiale en 2012. Aux États-Unis, après avoir chancelé pendant les neuf premiers mois (menace de rechute « double dip »), il semble que l'économie reprenne de l'élan et le marché de l'emploi se renforce lentement de mois en mois, avec une création d'emplois positive. Aussi, le bilan financier des sociétés américaines présente une très bonne santé

financière, ce qui est positif pour le maintien des emplois actuels et l'embauche de mains-d'œuvre. Cependant, plusieurs risques pourraient faire dérailler l'économie américaine. Premièrement, en raison de la mondialisation des marchés financiers, une crise de liquidités provenant de l'Europe pourrait avoir des répercussions sur le système

Tableau 1 - Rendements du marché obligataire canadien au 31 décembre 2011

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice obligataire universel DEX	2,1	9,7
Indice d'obligations à court terme DEX	0,5	4,7
Indice d'obligations à moyen terme DEX	2,0	10,9
Indice d'obligations à long terme DEX	4,9	18,1
DEX Canada	1,4	8,4
DEX Provinces	3,7	13,2
DEX Municipalités	2,7	11,6
DEX Sociétés	1,6	8,2

Source : Scotia Capital Debt Market Indices

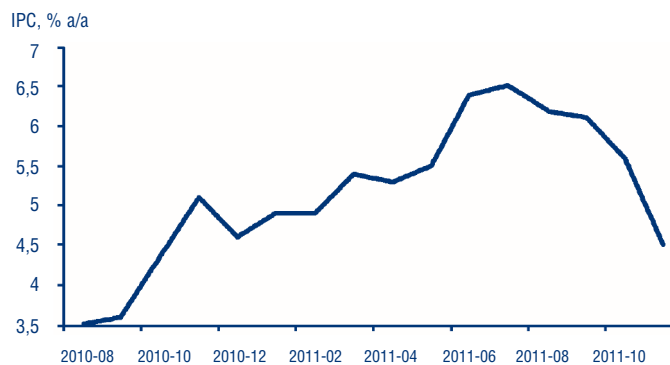
bancaire américain. Deuxièmement, le marché de l'immobilier ne s'est toujours pas remis de l'éclatement de 2008. Troisièmement, la politique conflictuelle entre les démocrates et les républicains n'est pas propice à créer un environnement favorable à l'amélioration des conditions économiques, alors que les élections présidentielles de novembre prochain auront une incidence certaine sur la direction que prendront les États-Unis quant aux réformes économiques.

Les soulèvements dans le monde arabe pourraient par ailleurs se poursuivre. Après la Tunisie, l'Égypte, la Libye et le Yémen, c'est au tour de la Syrie de faire les manchettes. Le présent régime tente par tous les moyens de mater la rébellion, qui a fait près de 5 000 morts recensés par l'ONU. D'autres pays arabes pourraient se soulever en 2012.

Quant au prix du pétrole, plusieurs facteurs ont favorisé sa hausse depuis la mi-novembre : du côté économique, une série d'indicateurs plus positifs que prévu du côté américain, les problèmes dans les pays arabes et la menace de l'Iran de fermer le détroit d'Ormuz, un passage stratégique pour le trafic maritime pétrolier où transite près d'un cinquième de la consommation mondiale de pétrole (graphique 2).

Les régions émergentes comme la Chine sont aussi impactées par la situation économique mondiale. En effet, les exportations chinoises sont en forte baisse. De plus, les mesures restrictives visant à ralentir la spéculation immo-

Graphique 3 - Inflation en baisse (CHINE)
(Une tendance claire de relâchement de la politique monétaire chinoise)



Source : Macquarie Research, Décembre 2011

AU 31 DÉCEMBRE 2011

bilère en Chine et à contenir l'inflation ont porté fruit puisque les prix dans le secteur immobilier et le niveau d'inflation ont diminué au cours des derniers mois (graphique 3). Afin de contrebalancer la faiblesse de ses exportations, la Chine a abaissé le ratio de capital des banques commerciales chinoises pour permettre de stimuler sa croissance interne et de maintenir le rythme d'expansion de son économie.

MARCHÉS FINANCIERS

Les marchés boursiers et obligataires ont évolué en opposition tout au long de l'année. Les premiers mois de 2011 ont démontré un certain optimisme qui s'est répercuté sur les marchés boursiers, qui affichaient des rendements positifs à la fin du premier trimestre alors que l'indice obligataire canadien présentait un rendement légèrement négatif en raison de la hausse de la courbe des taux d'intérêt.

Puis, le vent d'enthousiasme s'est volatilisé à la suite d'une série de soubresauts tant économiques que politiques. Les craintes d'un retour en récession aux États-Unis, le tsunami japonais, le printemps arabe, la décote des bons du Trésor américain par l'agence de notation Standard & Poor's en raison du déficit public américain et l'interminable saga de la dette souveraine en Europe ont maintenu le niveau d'incertitude qu'ont connu les investisseurs tout au long de l'année.

Alors que les taux obligataires canadiens et américains ont atteint des creux historiques, les taux européens ont franchi des niveaux records vis-à-vis de la crainte d'une incapacité d'un grand nombre de pays à financer leur dette souveraine et aux perspectives économiques assombries.

Pour certains pays européens, le ratio dette-PIB est trop élevé et le risque de défaut est réel, ce qui s'est reflété sur les taux exigés par les investisseurs. De plus, les banques européennes détiennent des titres de dette dans leur bilan ce qui rend difficile leur financement. Avec une perspective de récession en Europe, des coûts d'emprunt non soutenables pour certains pays, et surtout l'impossibilité pour les pays les plus endettés de dévaluer leur monnaie, la confiance des investisseurs envers l'Europe s'est dégradée.

Devant cette dégradation marquée de l'environnement économique et financier, la Banque centrale européenne a dû intervenir en abaissant son taux directeur de 1,5 % à 1,0 % depuis l'automne. Elle a de plus agi en fournissant des liquidités au secteur bancaire européen et a entrepris un programme de rachat d'obligations des pays en difficulté visant à diminuer les taux d'emprunt des pays comme l'Italie, l'Espagne et la Grèce.

Le comportement des marchés boursiers a suivi l'humeur des investisseurs durant les douze derniers mois. Pourtant, l'année 2011 avait démarré dans un climat de relatif optimisme, mais une série de nouvelles négatives provenant de toutes les régions du monde et surtout l'accentuation de la crise européenne ont fait frémir les marchés.

Tableau 2 - Rendements du marché au 31 décembre 2011

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Indice des Bons du Trésor - 91 jours DEX	0,2	1,0
Indice obligataire universel DEX	2,1	9,7
Indice composé S&P/TSX	3,6	(8,7)
S&P 500 (\$ CA)	9,5	4,4
MSCI - EAEO (\$ CA)	1,2	(10,2)
MSCI - Monde (\$ CA)	5,3	(3,4)
TAUX DE CHANGE (\$ CA/\$ US)	(2,1)	2,3

Ainsi, tous les indices boursiers des pays industrialisés ont obtenu des rendements négatifs sauf un, soit l'indice américain S&P 500. Celui-ci a devancé les autres indices en terminant avec un rendement légèrement positif de 2,1 % en devises locales, mais la dépréciation du dollar canadien (plus de 2 %) a, cette fois, profité aux investisseurs canadiens puisque le rendement en dollars canadiens a été de 4,4 %.

Quant à notre marché boursier canadien, représenté par l'indice composé S&P/TSX, il a terminé en baisse de 8,7 %. Sachant que les prix des matières premières étaient en baisse en 2011 et que l'indice canadien est constitué de près de 50 % de titres liés aux ressources naturelles, cette contreperformance n'est pas surprenante. Les secteurs cycliques tels que l'énergie, les matériaux, la consommation discrétionnaire et les technologies de l'information ont livré les pires rendements, soit -9,9 %, -21,2 %, -15,5 % et -52,5 % respectivement. Les secteurs dits défensifs tels que les biens de consommation de base, les télécommunications et les services aux collectivités ont respectivement obtenu des rendements de 6,8 %, 24,9 % et 6,5 %.

À l'extérieur de l'Amérique du Nord, le marché européen a évidemment été durement touché. L'indice MSCI - Europe enregistre une baisse de 8,5 % pour l'année en dollars canadiens. L'indice MSCI - Monde a pour sa part clôturé en baisse de 3,4 % en dollars canadiens. Quant au MSCI - EAEO, il a terminé en baisse de 10,2 % en dollars canadiens.

Tableau 3 - Rendements du marché au 31 décembre 2011

Indices	Rendements (%)	
	3 mois	DDA
Performance sectorielle S&P/TSX		
Énergie	11,4	(9,9)
Matériaux	(4,3)	(21,2)
Industrie	15,1	4,2
Consommation discrétionnaire	0,5	(15,5)
Biens de consommation de base	2,9	6,8
Santé	14,9	50,4
Finance	1,2	(2,9)
Technologies de l'information	(15,5)	(52,5)
Télécommunications	9,9	24,9
Services aux collectivités	0,9	6,5
Indice composé S&P/TSX	3,6	(8,7)

Le gagnant de l'année est le marché obligataire, qui a profité de l'incertitude provenant de l'Europe. Pour pallier l'incertitude des marchés boursiers, les investisseurs ont cherché à placer leurs actifs dans des valeurs refuges, notamment dans des obligations américaines et canadiennes. Ainsi, les taux obligataires de ces deux pays ont chuté dramatiquement au cours de l'année, propulsant alors les rendements obligataires. L'indice obligataire universel DEX a terminé l'année en hausse de 9,7 %. Relativement aux émetteurs, les obligations provinciales ont obtenu un rendement de 13,2 %, suivies des titres fédéraux, avec 8,4 %, et des obligations de sociétés, avec 8,2 %. Par rapport aux échéances, en raison de la baisse de la courbe de rendement, les obligations long terme (10 ans et plus) ont obtenu un rendement spectaculaire de 18,1 %, suivies des obligations à moyen terme et à court terme, avec des rendements respectifs de 10,9 % et 4,7 %.

PRÉVISIONS

Les banques centrales auront un rôle encore plus actif en 2012 alors que l'instabilité financière provenant de la situation en Europe sera leur principale préoccupation. Les moyens traditionnels que les banques centrales et les gouvernements utilisaient par le passé, soit la baisse des taux d'intérêt et l'augmentation des dépenses publiques sont obsolètes. On devra s'attendre à la mise en place de nouvelles mesures quantitatives en 2012.

L'histoire économique nous indique que la solution au problème actuel d'endettement des États est simple : diminuer les dépenses publiques de l'État, d'une part, et augmenter

Tableau 4 - Indicateurs économiques et financiers - Canada

	2006	2007	2008	2009	2010	Données les plus récentes	Tendance	Prévisions Décembre 2012	
Produit intérieur brut réel (%)	2,7	2,4	0,3	-2,6	3,2	2,7 ¹	→	1,90 à 2,10	*
Taux d'inflation (%)	2,0	2,5	2,4	1,3	2,0	2,9 ²	→	1,95 à 2,05	*
Taux de chômage (%)	6,3	5,9	6,5	8,5	7,6	7,4 ²	→	7,15 à 7,25	**
Indice des Bons du Trésor - 91 j DEX (%)	4,01	3,9	0,87	0,21	0,98	0,79 ³	→	1,0 à 1,25	**
Hypothèques 3 ans (%)	6,2	7,55	6,25	4,25	4,15	4,05 ³	→	4,75 à 5,0	**
Obligations du Canada 10 ans (%)	4,4	4,0	2,68	3,61	2,15	1,94 ³	→	2,65 à 2,80	**

¹ Au 31 octobre 2011 ² Au 30 novembre 2011 ³ Au 31 décembre 2011
* Moyenne annuelle ** Fin de la période

les recettes fiscales, de l'autre. Mais est-ce que les politiciens en poste aujourd'hui auront le courage de le faire?

Il y a pourtant une troisième solution plutôt indolore qui permettrait de résoudre le problème de la dette, c'est-à-dire l'inflation. Le retour de l'inflation se traduirait en effet par une augmentation des prix, des revenus et de la production intérieure brute, ce qui permettrait de réduire le poids relatif de la dette. Les perdants seraient les créanciers qui auraient prêté à taux fixe. Par exemple, lorsque les prix augmentent de 8 % et que le taux d'intérêt sur les prêts accordés est de 2 %, le prêteur perd chaque année 6 % sur ce qu'il a prêté. En d'autres mots, l'emprunteur voit sa dette s'alléger de 6 % chaque année en termes de pouvoir d'achat.

L'année 2012 sera intéressante sur le plan économique, car il y aura de fortes discussions entre les pays endettés, les pays aux surplus budgétaires et les banques centrales pour décider des approches qui seront mises de l'avant pour régler l'endettement.

Au cours des douze prochains mois, nous prévoyons une légère augmentation de la courbe des taux d'intérêt. Cette augmentation devrait avoir une incidence sur le marché obligataire étant donné la relation inverse qui existe entre les taux d'intérêt et le prix des obligations. Ainsi, nous croyons que le rendement total obligataire sera faible. En effet, si l'on combine le coupon moyen de 4,55 % avec la partie « gain en capital » (voir le tableau 5), le rendement total devrait se situer à près de 0 %. Nous sommes donc d'avis que les rendements obligataires seront plutôt modestes au cours des douze prochains mois. Cependant, nous sommes plus optimistes en ce qui a trait au potentiel de rendement des actions par rapport à celui des obligations. Pour ce qui est des actions canadiennes, nous prévoyons un rendement d'environ 15 % au cours des douze prochains mois en incluant les dividendes.

Dans cette optique, nous avons conservé notre répartition de l'actif au cours du dernier trimestre, soit une sous-pondération en obligations et une surpondération en actions. La répartition de l'actif est revue périodiquement en tenant compte des données économiques les plus récentes, et ce, afin de tirer profit des occasions d'investissement qui pourraient s'offrir à nous.

Tableau 5 - Rendements bruts prévus pour les douze prochains mois à partir du 31 décembre 2011

Indices de marché	Intérêts ou dividendes	+	gains en capital	=	Rendement brut total prévu
Indice des Bons du Trésor - 91 jours DEX	1,00 %	+	0,00 %	=	1,00 %
Indice obligataire universel DEX	4,55 %	-	(4,85 %)	=	(0,30 %)
Actions canadiennes (indice composé S&P/TSX) incluant les dividendes					15 % à 25 %