

Ralentissement en milieu d'année et de cycle

ARON GAMPEL – VICE-PRÉSIDENT ET ÉCONOMISTE EN CHEF ADJOINT, GROUPE BANQUE SCOTIA

La croissance de l'économie mondiale connaît un léger recul et l'inflation est en voie d'augmenter légèrement, mais cette transition est devenue plus tumultueuse. La hausse des prix de l'essence a réduit les dépenses discrétionnaires partout dans le monde. Les perturbations aux chaînes d'approvisionnements causées par la catastrophe au Japon ont affaibli l'activité manufacturière à l'échelle internationale. L'intensification des problèmes de dette souveraine en Grèce et en périphérie de la zone euro ainsi que le débat sur le plafond de la dette aux États-Unis ont accru le pessimisme ambiant à l'égard de l'économie et perturbé les marchés financiers et les marchés des changes. Tous ces facteurs ont miné la confiance et amplifié le ralentissement économique déjà en cours.

Certains facteurs temporaires défavorables ont déjà commencé à perdre de l'intensité. Les prix du pétrole brut ont diminué de plus de 15 % par rapport à leurs récents sommets, en raison de la décélération de l'activité économique et des ponctions dans les réserves stratégiques des États-Unis et de l'Europe. Bien que les prix du pétrole soient toujours élevés par rapport à leur moyenne de l'an dernier, la diminution des prix de l'essence atténuera l'effet négatif sur les achats discrétionnaires. Le Japon a déjà amorcé son redressement en redémarrant son industrie automobile accidentée et en réparant son réseau électrique endommagé. Grâce au redressement des approvisionnements en pièces automobiles et en composants industriels, la production d'automobiles devrait ajouter un demi-point de pourcentage à la croissance mondiale au troisième trimestre, après en avoir soustrait autant au deuxième trimestre.

Pratiquement tous les cycles économiques depuis la fin de la Deuxième Guerre ont connu une correction de milieu de cycle, en raison d'un essoufflement du redressement des dépenses et de la reconstitution des stocks. Le présent cycle ne fait pas exception. Bien que de nombreuses questions au sujet des dettes publiques doivent être réglées avant que l'économie mondiale puisse renouer

avec une plus forte croissance, de nombreux facteurs pourraient aider à soutenir l'expansion économique durant cette phase de consolidation.

Premièrement, les prix du pétrole semblent s'être momentanément stabilisés au-dessous de 100 \$ US le baril. Deuxièmement, bien que les coûts d'emprunt tendent à augmenter, ils demeurent près de niveaux expansionnistes. Troisièmement, sauf dans certains pays d'Europe, le retrait des stimulants budgétaires se fait de façon graduelle. Quatrièmement, les bénéfiques continuent d'augmenter et de stimuler les investissements des entreprises, les fusions et acquisitions ainsi que les mesures de contrôle des coûts, ce qui aidera à maintenir les marges bénéficiaires. Enfin, cinquièmement, les pays émergents devraient poursuivre leur robuste croissance, car de nombreuses économies en très forte expansion possèdent une épargne nationale suffisante pour passer d'une économie tributaire des exportations à une économie axée sur la consommation intérieure.

Par ailleurs, les taux directeurs devraient demeurer faibles plus longtemps, en raison de l'affaiblissement tendanciel de l'emploi aux États-Unis et de la volatilité croissante des marchés financiers mondiaux. La Réserve fédérale commencera sans doute à hausser ses taux au milieu de 2012, lorsque l'économie réaccélérera après le présent ralentissement. Comme l'activité économique augmente plus rapidement au Canada, la Banque du Canada devrait commencer à relever ses taux vers la fin de l'année, mais ces hausses seront limitées par les politiques budgétaires restrictives à l'échelle du pays et par la possibilité que le huard s'apprécie encore, ce qui aggraverait les pressions concurrentielles sur les exportateurs de biens autres que des produits de base. L'accélération des compressions budgétaires et la diminution générale de la croissance en Europe reporteront toute hausse de taux au Royaume-Uni et limiteront l'ampleur des éventuelles hausses de taux supplémentaires par la Banque centrale européenne. Par contraste, les coûts d'emprunt devraient continuer d'augmenter dans les pays émergents en plus forte expansion et davantage vulnérables à l'inflation.

Perspectives économiques et financières 2011-2012

Canada	2009	2010	2011p	2012p
Performance économique (moyenne annuelle)				
PIB réel (variation en %)	-2,8	3,2	2,7	2,5
Prix à la consommation (variation en %)	0,3	1,8	2,9	2,1
IPC de base (variation en %)	1,8	1,7	1,7	2,0
Taux de chômage (%)	8,3	8,0	7,5	7,3
Mises en chantier (milliers d'unités)	149	190	175	175
Ventes de véhicules automobiles (milliers d'unités)	1 461	1 557	1 590	1 605
Balance commerciale (G\$ CA)	-4,7	-9,0	5,0	10,0
Taux d'intérêt (% , fin de la période)				
Taux cible du financement à un jour	0,25	1,00	1,00	2,25
Obligations du gouv. du Canada à 2 ans	1,47	1,68	1,55	2,50
Obligations du gouv. du Canada à 10 ans	3,61	3,12	3,20	3,85
États-Unis				
Performance économique (moyenne annuelle)				
PIB réel (variation en %)	-2,6	2,9	2,5	2,7
Prix à la consommation (variation en %)	-0,3	1,6	2,8	2,0
IPC de base (variation en %)	1,7	1,0	1,4	1,7
Taux de chômage (%)	9,3	9,6	8,9	8,4
Mises en chantier (millions d'unités)	0,55	0,59	0,57	0,73
Ventes de véhicules automobiles (millions d'unités)	10,4	11,6	12,7	13,5
Balance commerciale (G\$ US)	-506	-646	-743	-788
Taux d'intérêt (% , fin de la période)				
Taux cible des fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	1,25
Obligations du Trésor à 2 ans	1,14	0,59	0,55	1,80
Obligations du Trésor à 10 ans	3,84	3,29	3,20	4,50
International				
PIB réel (% , variation annuelle)				
Monde	-0,6	5,1	4,2	4,5
Royaume-Uni	-4,9	1,4	1,2	1,5
Zone euro	-4,1	1,6	1,8	1,7
Allemagne	-4,7	3,5	3,4	2,3
France	-2,6	1,4	2,0	1,4
Italie	-5,2	1,3	0,9	1,1
Japon	-6,3	4,0	0,3	3,5
Australie	1,3	2,7	3,4	3,0
Chine	8,5	10,4	9,3	9,5
Inde	7,2	9,0	8,3	8,5
Corée	0,3	6,2	5,4	5,3
Brésil	0,6	7,5	4,0	4,5
Chili	-1,6	5,2	6,0	5,5
Pérou	0,9	8,8	6,0	5,8
Pétrole WTI (\$ US/baril) (prix moyen annuel)	61,78	79	97	100
Gaz naturel Nymex (\$ US/million BTU) (prix moyen annuel)	4,15	4,40	4,40	4,75

p : prévision – *Bulletin de mise à jour des prévisions mondiales* d'Études économiques Scotia (29 juin 2011)

Sources : *Études économiques Scotia, Statistique Canada, département américain du Commerce, U.S. Bureau of Labour Statistics, Bloomberg.*

La stratégie boursière américaine

Les liquidités sont toujours reines

PAUL DANESI, CIM – DIRECTEUR GÉNÉRAL, GROUPE CONSEIL EN PORTEFEUILLES

Au fil des années, de nombreuses sociétés ont créé de la valeur pour les actionnaires au moyen de programmes de rachat d'actions ou de majoration des dividendes. Toutefois, un débat est actuellement en cours à savoir laquelle de ces politiques constitue le meilleur usage des liquidités. Selon nos analyses, la société qui emploie les deux obtient en général un meilleur rendement pour ses actions.

Les sociétés américaines disposent de liquidités considérables

Durant la crise financière de 2008-2009, de nombreuses entreprises ont réduit ou éliminé leurs versements de dividendes et leurs programmes de rachat d'actions pour conserver leurs liquidités. Après avoir traversé une période d'importantes restructurations et de croissance économique soutenue, de nombreuses sociétés américaines affichent d'excellents bilans. À la fin du premier trimestre de 2011, les liquidités de l'ensemble des sociétés du S&P 500 s'élevaient à 960 G\$ US, ce qui constitue un record.

Pour ce qui est des flux de trésorerie disponibles, en 2010, ils atteignaient le chiffre record de 495 G\$ US, comparativement à 302 G\$ US l'année précédente, et ils devraient enregistrer un nouveau record en 2011. De ce montant, les entreprises ont utilisé 137,6 G\$ US pour racheter leurs propres actions l'année dernière et ces rachats se poursuivent à un rythme fiévreux.

Les conseils d'administration des entreprises distribuent aussi davantage de liquidités aux actionnaires en majorant les dividendes. Selon Standard & Poor's, à la fin du premier trimestre, 135 entreprises avaient augmenté, établi ou rétabli les versements de dividendes cette année. Résultat : les grandes sociétés américaines ont augmenté leurs versements de dividendes de 16,6 G\$ US. La confiance des chefs d'entreprise est à la hausse et les liquidités semblent s'accumuler plus rapidement pour être investies avec prudence. C'est pourquoi les actionnaires exigent des dividendes plus élevés, ce qui devrait entraîner une hausse des ratios de distribution au fil du temps.

Rachats d'actions et dividendes

Les dividendes et les programmes de rachat d'actions sont deux sources de valeur pour les actionnaires. Toutefois, un débat est en cours à savoir laquelle de ces méthodes constitue le meilleur usage des liquidités. Certes, une majoration des dividendes est très souvent un meilleur indicateur de la santé financière d'une société et les investisseurs sont toujours heureux de constater que des dividendes ont été portés au crédit de leur compte. Cependant, la remise d'une partie des liquidités aux actionnaires au moyen de rachats d'actions sur le marché libre par l'entreprise est également bénéfique aux actionnaires, car elle réduit le nombre d'actions en circulation, hausse le bénéfice par action et soutient le cours du titre.

Les rachats d'actions et la majoration des dividendes ne devraient pas s'effectuer au détriment d'investissements stratégiques qui pourraient avoir une incidence à long terme sur la santé financière d'une société. Cependant, lorsque les occasions de placement sont limitées, les liquidités excédentaires devraient être remises aux propriétaires de l'entreprise, soit les actionnaires.

Solides rendements relatifs

Parmi les sociétés du S&P 500, 31 ont racheté leurs actions et augmenté leurs dividendes au cours des cinq dernières années, sans exception, dont Lockheed Martin, McDonald's, Target Corp., IBM et Waste Management. Pendant les cinq dernières années, le rendement total annuel moyen de ces actions a été de 8 %. Des 31 entreprises, 26 ont surpassé l'indice composé S&P 500, qui a procuré un rendement total annuel moyen de 2,3 %.

Bien que les rendements passés ne soient pas nécessairement un indicateur des rendements à venir, les sociétés qui remettent des liquidités excédentaires à leurs actionnaires à la fois sous forme d'augmentation de dividendes et de rachat d'actions obtiennent en général un rendement supérieur pour leurs actions. Nous invitons nos clients à communiquer avec leur conseiller pour connaître la liste complète de ces sociétés.

Secteur bancaire : exposition à la dette souveraine

GEOFF HO, CFA – DIRECTEUR GÉNÉRAL, GROUPE CONSEIL EN PORTEFEUILLES

Les problèmes de dette souveraine en Europe restent au centre des préoccupations et le cercle vicieux où se mêlent la faiblesse de l'emploi, la stagnation ou la baisse du PIB, la diminution des revenus des gouvernements et la contrainte des mesures d'austérité continue de nuire à l'ensemble de l'économie. Tous ces facteurs pèsent lourdement sur la situation budgétaire des gouvernements, en particulier dans certains pays périphériques d'Europe (Portugal, Irlande, Italie, Grèce et Espagne). La Grèce et l'Italie sont confrontées à une dette galopante. La situation ne cesse de s'aggraver, et certains de ces pays ont fait appel au Fonds monétaire international et à divers gouvernements de la zone euro pour obtenir des prêts importants afin de payer les intérêts courants et de rembourser les titres arrivés à échéance. L'une des conditions principales à l'obtention de ces prêts consiste, pour les pays en difficulté, à mettre en œuvre d'importantes réformes structurelles. Or, il faudra que des mesures radicales soient prises pour que la situation budgétaire des gouvernements s'améliore. Sinon, les sommes empruntées au FMI et aux diverses banques centrales ne feront que retarder l'inévitable : une importante restructuration de la dette ou un défaut de paiement. Actuellement, malgré les promesses de soutien formulées par plusieurs banques centrales au cours de la dernière année, les investisseurs affichent une certaine frilosité à l'égard de certains pays d'Europe, qui se traduit par une hausse des taux des obligations d'État. En fait, les taux des obligations d'État de nombreux pays en difficulté continuent d'augmenter et, bien entendu, cela ne fait qu'aggraver la situation, du fait de la hausse des coûts du service de la dette. Le risque croissant de nouvelles décotes complique encore la situation et les options de refinancement sont de plus en plus coûteuses. À l'heure actuelle, les taux des obligations à 10 ans de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande s'établissent à 16,1 %, 11,1 % et 11,6 %, respectivement. Nous sommes d'avis que cette situation ne pourra pas durer.

Qu'est-ce que cela signifie pour les banques canadiennes?

Après avoir examiné plusieurs documents déposés auprès des organismes de réglementation et les transcriptions de récentes conférences téléphoniques, et après avoir discuté avec l'équipe de recherche sur les banques de Scotia Capitaux, le Groupe conseil en portefeuilles a établi que l'exposition directe à l'Europe est limitée, pour la plupart des banques canadiennes. D'après les renseignements que nous avons pu obtenir, cette exposition semble relativement gérable, compte tenu des solides ratios de fonds propres, de la diversification des sources de revenus (par activités et par régions) et des pratiques de placement relativement prudentes qui ont fait de ce secteur une référence pour le système financier mondial. Par conséquent, si et quand un pays en difficulté est contraint de restructurer sa dette ou de se mettre en défaut de paiement (scénario qui peut prendre des années, comme ce fut le cas pour l'Argentine), toute réduction de la valeur actualisée nette des placements en titres d'État semble relativement faible, étant donné l'actif détenu par la plupart des banques canadiennes.

Par conséquent, l'information recueillie jusqu'ici nous permet de constater que, pour les banques canadiennes, les risques associés à la crise de la dette en Europe sont davantage de nature macroéconomique, car le risque directement lié à une dépréciation des placements en titres d'État est limité. Par exemple, si une grande banque américaine ou européenne possède de nombreux placements en Grèce ou en Irlande et qu'une importante dépréciation de ces placements est nécessaire, cela pourrait entraîner une perte de confiance à l'égard de l'actif de plusieurs institutions, ce qui aviverait les craintes d'une contagion financière. Actuellement, l'exposition des systèmes bancaires américain et européen à ces problèmes de dette souveraine est plutôt opaque (surtout compte tenu des divers instruments dérivés et de l'information sélective) et, naturellement, c'est exactement ce manque de transparence qui alimente la nervosité des investisseurs.



Le présent document est publié à titre d'information seulement. Il ne doit pas s'interpréter comme un guide de placement ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'achat des titres qui y sont mentionnés. L'auteur est au service de ScotiaMcLeod, une division de Scotia Capitaux Inc. (« SCl »), mais le choix et l'analyse des données ainsi que les opinions qui y figurent sont ceux de l'auteur seulement et non de SCl. L'auteur a pris toutes les mesures usuelles et raisonnables pour vérifier que les renseignements qui y figurent sont tirés de sources considérées comme fiables et que les procédures utilisées pour les résumer et les analyser sont fondées sur les pratiques et les principes reconnus dans le secteur des placements. Toutefois, les forces du marché sous-jacentes à la valeur des placements sont susceptibles d'évoluer de façon soudaine et importante, et la disponibilité des données varie d'un moment à l'autre. Par conséquent, ni l'auteur ni SCl ne peuvent donner quelque garantie que ce soit en ce qui concerne l'exactitude ou l'intégralité de l'information, de l'analyse et des opinions qui y figurent ou leur utilité ou pertinence dans une situation donnée. Vous ne devriez pas effectuer de placement ni procéder à une évaluation de portefeuille ou à une autre opération en vous fondant sur le présent document, mais devriez au préalable consulter votre conseiller en gestion de patrimoine, qui peut analyser tous les facteurs pertinents à un placement ou à une opération proposés. SCl et l'auteur se dégagent de toute responsabilité de quelque nature que ce soit à l'égard de tout préjudice découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu contrairement à la présente clause.