

DIMENSIONS

RAPPORT DESTINÉ AUX CLIENTS DU GROUPE CLIENTÈLE PRIVÉE TD - GESTION DE PORTEFEUILLE

Au-delà des nouvelles

Depuis que la diffusion de nouvelles financières est devenue une véritable industrie, avec une multitude de journaux et de chaînes spécialisées dans les nouvelles financières qui se disputent le marché, les investisseurs sont submergés de rapports interminables et souvent contradictoires concernant les perspectives de l'économie et du marché. Dans ce numéro, notre but est d'aller au-delà des titres et de souligner certains des points qui n'apparaissent à la Une.

Récapitulons d'abord les événements qui se sont déroulés depuis notre dernière édition :

Impact de la guerre en Irak – Dans le dernier numéro de Dimensions (À deux doigts de la guerre, février 2003), nous avons signalé que le conflit qui était en train de se préparer en Irak réduirait l'incertitude des investisseurs, ce qui se traduirait par un rétrécissement de l'escompte pour risque politique appliqué aux actions et par une réduction de la prime de guerre appliquée au pétrole et à l'or. Les événements ont été dans l'ensemble fidèles au scénario prévu, avec une chute du prix du pétrole, de 36 \$ au niveau actuel de 26 \$, et une baisse de l'or, de 356 \$ à 320 \$, avant qu'il remonte à 340 \$, en réponse à la nouvelle faiblesse du dollar US. Entre temps, il y a eu une reprise des marchés boursiers en avril, avec une hausse de 3,91 %, 5,60 % et 7,31 % respectivement pour les indices TSX, S&P 500 et EAFE*, en dollars canadiens.

Examinons maintenant certains des événements dont on parle.

Les bénéfices des entreprises ne progressent pas – Généralement, les bénéfices augmentent brutalement à la suite d'une récession, leur croissance atteignant souvent 20 % au cours de l'année faisant suite à la récession. Ce n'est pas le cas actuellement, le rythme de la reprise économique des États-Unis est plus faible que la normale, le taux de croissance étant resté limité à 1,6 % au T1 de 2003 (voir le graphique n° 1). Cependant, **la croissance récente des bénéfices a été supérieure aux prévisions. Environ 80 % des sociétés du S&P 500 ayant déclaré leurs bénéfices du T1, l'augmentation annuelle moyenne a été de 12 %, alors qu'elle avait été estimée à 8,5 %.** La croissance des bénéfices canadiens a été moins forte, aux alentours de 8,5 % selon les derniers chiffres, et due principalement à des chiffres comparables plus élevés au cours de la même période il y a un an.

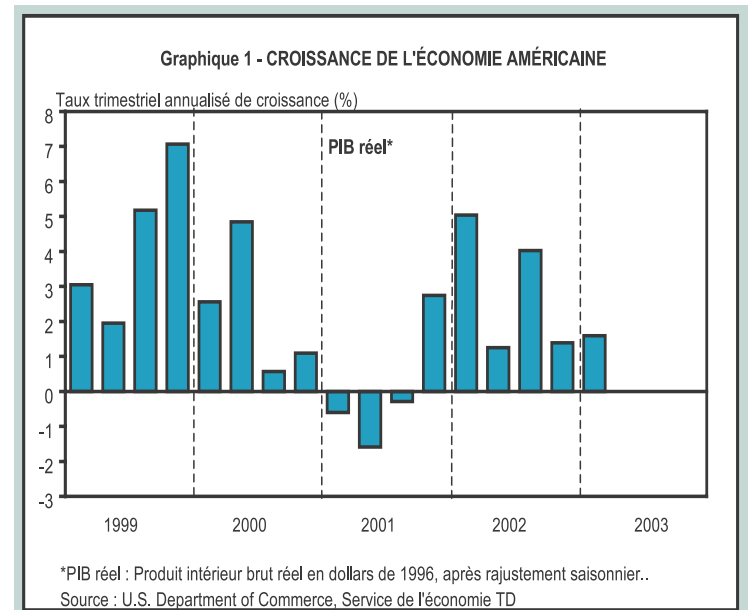
La qualité des bénéfices laisse à désirer – Le problème que l'on mentionne généralement est que la croissance des bénéfices, en particulier aux États-Unis, a été obtenue par des réductions de coûts, et non par une croissance des ventes. On en déduit que, comme les coûts ne peuvent pas être réduits indéfiniment, les bénéfices ne se développeront pas plus. Ce que cette analyse semble cependant ignorer, c'est que **les réductions de coûts des sociétés américaines ont considérablement augmenté la productivité, amélioré les résultats d'exploitation et permis aux bénéfices de croître avec des augmentations modestes de volume.**

Spécifiquement, la croissance de productivité de 4,8 % en 2002 était la plus élevée depuis des décennies. En conséquence, alors que

la croissance économique américaine est inférieure à la moyenne et qu'il se pourrait bien que la croissance des bénéfices ralentisse par rapport au premier trimestre, la croissance devrait se maintenir pendant toute l'année 2003.

La hausse du chômage aux États-Unis annonce une récession – Les États-Unis ont connu trois mois consécutifs de pertes d'emplois (février, mars et avril), ce qui est généralement le signe de l'approche d'une récession. En fait, les États-Unis ont perdu 525 000 emplois au cours de cette période, ce qui est certainement une cause de préoccupation. Comme l'illustre le graphique n° 2, les pertes d'emplois ont atteint leur maximum en février et ont diminué en mars et avril, lorsque le conflit avec l'Irak s'est terminé. S'il est vrai que la croissance de l'emploi risque d'être minimale pendant des mois, les entreprises s'efforçant de limiter leurs dépenses, nous assisterons probablement à une certaine amélioration et les pertes récentes d'emplois ne sont pas annonciatrices de récession.

L'endettement croissant des consommateurs va couler l'économie américaine – L'endettement des consommateurs (prêts hypothécaires, cartes de crédit, etc.) a augmenté régulièrement depuis les années 80 et se situe actuellement à environ 110 % du revenu disponible aux États-Unis. Ce chiffre dont on parle tant est certainement inquiétant, mais une analyse plus attentive montre qu'il est en fait moins grave qu'il ne paraît. La charge de la dette, qui mesure les frais de service de la dette (capital et intérêts) en pourcentage du revenu disponible, est de 14 %, un niveau élevé qui avait été atteint pour la dernière fois en 1986. Bien que cela soit également inquiétant, d'autant plus que



**Europe, Australasie et Extrême-Orient

lorsque les taux d'intérêt sont faibles les frais de service de la dette devraient être plus bas, environ la moitié des 14 % sert à effectuer des remboursements de capital. Cela illustre par ailleurs le fait que la plus grande partie des nouvelles dettes se présentent sous la forme de prêts hypothécaires, les Américains ayant profité du bas niveau des taux d'intérêt pour augmenter le taux d'accession à la propriété des États-Unis, qui est passé de 64 % en 1995 à 68 % aujourd'hui.

Par conséquent, **les Américains ne s'endettent pas pour acheter leur épicerie, mais plutôt pour acheter des logements, et ils peuvent réaffecter certains de leurs paiements actuels de capital pour couvrir des coûts d'intérêts si nécessaire.**

Une préoccupation connexe est l'effet qu'une hausse des taux d'intérêt pourrait avoir sur la capacité des consommateurs américains à rembourser leurs dettes. Environ 76 % de l'endettement des consommateurs américains est constitué de prêts hypothécaires, le reste comprenant les cartes de crédit et les prêts à court terme.

Aux États-Unis, la plupart des acheteurs de logements prennent des prêts hypothécaires à des taux établis pour des périodes pouvant durer jusqu'à 30 ans. Lorsque les taux baissent, les ménages peuvent refinancer leurs emprunts à des taux inférieurs mais, si les taux montent, l'emprunteur n'a aucune obligation de procéder à un refinancement à un taux supérieur. Par conséquent, la plupart des Américains qui ont un prêt hypothécaire à rembourser ne sont guère concernés par la hausse des taux d'intérêt hypothécaires. Cela n'est pas le cas des dettes pour cartes de crédit, mais leurs taux ont tendance à ne pas fluctuer beaucoup et toute évolution autre qu'une hausse brutale des taux d'intérêt n'aurait qu'un effet modeste sur ces coûts d'emprunt.

D'ailleurs, contrairement à ce que l'on croit généralement, l'endettement des consommateurs canadiens est légèrement supérieur à celui des Américains, puisqu'il se situe à environ 112 % du revenu disponible. De plus, les taux des prêts hypothécaires des Canadiens, qui représentent jusqu'à 70 % de l'endettement de nos consommateurs, sont rarement établis pour plus de cinq ans, si bien que les hausses de taux auront une incidence plus forte sur les ménages canadiens que sur leurs homologues des États-Unis.

Le déficit fédéral des États-Unis annonce des problèmes pour l'avenir – La décision de l'administration Bush de financer la guerre contre le terrorisme tout en réduisant les impôts se traduira par des déficits budgétaires importants pendant au moins quelques années, ce qui fait craindre une hausse importante des niveaux d'endettement de l'État. Cela est une préoccupation légitime. Il est ironique de relever que les mêmes observateurs prévoient, il y a seulement trois ans, des surplus budgétaires fédéraux perpétuels pour les États-Unis, ce qui permettrait de rembourser la dette fédérale en une vingtaine d'années. Mais à cette époque comme aujourd'hui, le fait d'extrapoler des tendances à court terme est une opération risquée, qui produit généralement des résultats inexacts. On oublie souvent le fait que **le bilan du gouvernement fédéral des États-Unis est en relativement bonne forme, la dette fédérale représentant environ 35 % du PIB**

américain, alors qu'elle était de 45 % à la fin de la guerre du Golfe, par exemple. Par conséquent, même s'il est vrai que la persistance de déficits importants pourrait causer des problèmes dans l'avenir, la situation actuelle n'a rien de dramatique.

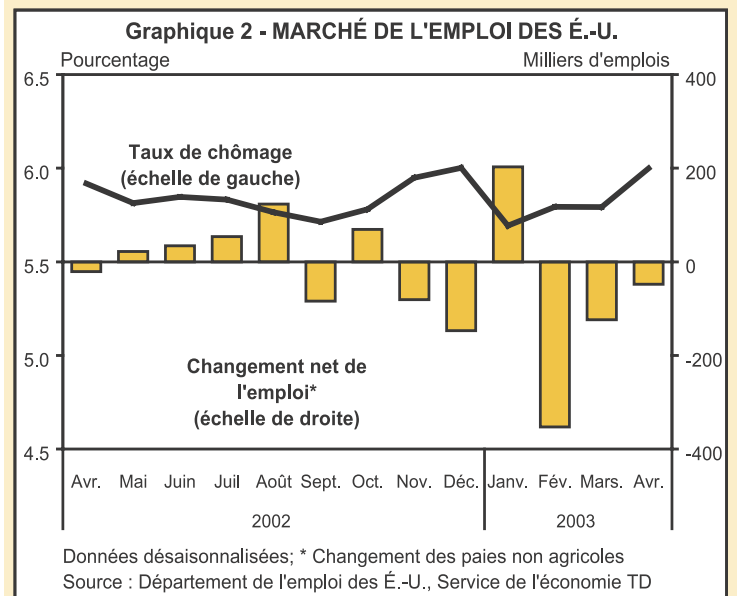
Les investisseurs semblent peu décidés à bouger –

C'est exact. Actuellement, il y a des montants énormes qui restent en attente. À titre d'illustration, les fonds de marché monétaire des États-Unis représentent actuellement un actif de 2,2 billions \$, ce qui est égal à 28 % de la capitalisation boursière des États-Unis (selon la mesure du Wilshire 5000). C'est un chiffre très élevé, surtout si on le compare au chiffre de 17 %, considéré alors comme élevé, atteint en février 1991 après la guerre du Golfe. Il est intéressant de noter que, selon des chiffres très récents, des montants importants sont sortis des fonds de marché monétaire américains, pour la première fois depuis un certain temps, environ 100 milliards \$ ayant quitté les actifs de marché monétaire pour être investis dans d'autres placements, dont les actions. **Comme les rendements des fonds de marché monétaire américains sont bien au-dessous de 1 % et que les rendements des obligations ont atteint leurs niveaux les plus bas depuis 40 ans, on peut prévoir qu'il y aura plus de mouvements parmi ces catégories de valeurs si les marchés boursiers continuent de se renforcer au cours de l'année.**

Globalement, bien que les médias qui couvrent les nouvelles financières fassent très bien leur travail, on peut souvent arriver à des conclusions différentes si on se donne la peine d'aller au-delà des titres.

Robert Gorman, CFA

Vice-président, Gestion de portefeuille



Dimensions est publié par Gestion de portefeuille, une division de Gestion de Placements TD Inc. en tant que service d'information exclusif pour ses clients. Cette publication n'est pas destinée à offrir des conseils d'investissement juridiques ou fiscaux et ne devrait pas être interprétée comme une sollicitation pour se procurer des titres ou tout autre investissement. Le contenu de ce document est basé sur des renseignements jugés fiables, mais il n'est pas garanti qu'ils soient précis et complets. Gestion de Placements TD Inc. n'est pas tenu responsable de toute erreur ou omission dans ces renseignements ou de tout autre perte ou dommage encouru. © 2003 Gestion de Placements TD Inc., C.P. 1, TD Centre, Toronto (Ontario), Canada M5K 1A2. Tous droits réservés. La reproduction d'extraits sans permission est interdite, sans le consentement accordé aux éditeurs. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque TD.



Groupe Clientèle Privée

Gestion de portefeuille

Le Groupe Clientèle Privée TD désigne La Banque Toronto-Dominion et ses sociétés connexes fournissant des services de dépôt, placement, crédit, valeurs mobilières, fiducies et assurance, ainsi que d'autres produits et services. Gestion de portefeuille est une division de Gestion de Placements TD Inc. (GPTD), une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion.