

## Solution au problème de l'endettement public en Europe?

Par Frédéric Gamache, MBA, CFA

Gestionnaire de fonds, conseiller institutionnel  
Industrielle Alliance, Gestion de placements inc.

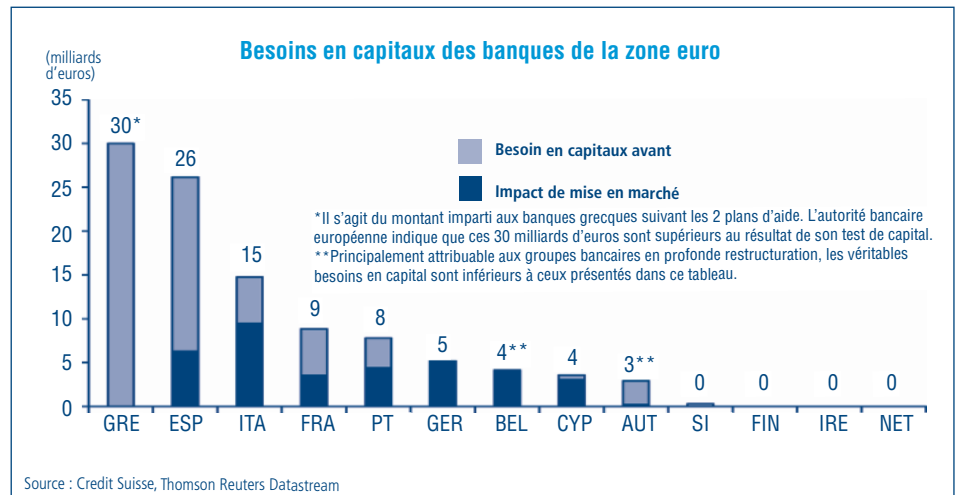
Quelle surprenante remontée des marchés boursiers, particulièrement pour un mois d'octobre! Historiquement, octobre est synonyme d'angoisse atavique pour les négociateurs boursiers, le mois de la panique des banquiers (1907), ou le mois du Grand Krach (1929); des souvenirs plus effrayants que les plus sinistres spectres d'Halloween. Plus près de nous, en 2008, octobre a été le mois où la vénérable Lehman Brothers a fait faillite sans aucun soutien de la part des institutions gouvernementales. Cela avait entraîné une crise de liquidités qui avait perturbé gravement le système financier mondial, et dont les effets se font toujours ressentir aujourd'hui.

Surprenante remontée des marchés boursiers, disions-nous, qui semblent avoir retrouvé la voie de l'optimisme : hausse de 10,9 % de l'indice des sociétés américaines à grande capitalisation S&P 500; hausse de 6,2 % du MSCI - EAEO, l'indice boursier des marchés développés hors Amérique, et hausse de 5,6 % de l'indice canadien, le S&P/TSX. Tous ces rendements sont en devises locales.

La théorie des vases communicants nous permet de comprendre, en simplifiant un peu, que les flux de capitaux positifs que les investisseurs enthousiastes font déferler sur les marchés boursiers engendrent des flux de capitaux négatifs dans les marchés obligataires. En conséquence, il n'est pas surprenant de voir que le marché obligataire canadien, représenté par l'indice obligataire universel DEX, a reculé de 0,4 %. Au sein de l'indice, ce sont les obligations de long terme qui ont enregistré les reculs les plus importants (recul total de 1,0 % de l'indice d'obligations à long terme DEX).

Le rebond des marchés boursiers et le recul des marchés obligataires observés en octobre ont principalement été causés par l'évolution de la situation en Europe. Faut-il le rappeler, depuis le début de 2010, les problèmes d'endettement excessif de plusieurs pays européens planent, telle l'épée de Damoclès, au-dessus de la reprise économique et des marchés. La Grèce demeure au cœur des préoccupations et des discussions de tous les chefs d'État européens.

Quatorze rencontres au sommet ont eu lieu en 21 mois (!) en vue de négocier une solution à l'insoutenable lourdeur du problème grec et d'éviter une autre crise financière découlant d'un défaut désordonné des obligations helléniques. Le 27 octobre, une entente conclue entre tous les pays membres de la zone euro visant à préserver la stabilité financière de



**Plutôt que d'y aller d'un engagement « coûte que coûte », la solution mise de l'avant est certainement un pas dans la bonne direction, mais semble cousue du fil blanc des compromis diplomatiques.**

l'union monétaire européenne a été déposée. Cette entente comporte trois principaux volets que nous tenterons de résumer ici, en même temps que les critiques formulées par les commentateurs économiques.

Premier volet : coupe. Selon l'entente, les détenteurs privés de la dette grecque (essentiellement les banques européennes) devraient accepter une coupe « volontaire » de 50 % de la valeur nominale de la dette grecque. La première estimation indique que l'effet de cette coupe serait de faire diminuer la dette grecque d'environ 100 milliards d'euros. À noter que les détenteurs publics (gouvernements européens et le Fonds monétaire international (FMI)) ne participeront pas à cette coupe.

Deux principales critiques sur ce premier volet ont été formulées : primo, la nature « volontaire » de cette coupe, bien qu'elle permettrait d'éviter le déclenchement des contrats de couverture de défaut (les *credit-default swaps*), comporte un certain risque d'exécution. En effet, même si l'entente a été conçue avec l'aide de l'Institute for International Finance, représentant les banques, il n'est pas impossible que certaines banques reculent en cours de route. Secundo, certains experts estiment que cette coupe est insuffisante pour porter l'endettement total de la Grèce au niveau souhaité de 120 % de son PIB en 2020. Selon eux, le gouvernement grec devrait tout de même parvenir à libérer un surplus d'opérations (avant paiements liés à la dette) équivalent à 6 % du budget grec, ce qui, avec la faiblesse actuelle de l'économie grecque, n'est pas nécessairement chose faite.

Second volet : l'effet de levier du Fonds européen de stabilité financière (FESF). Le problème d'endettement excessif, nous l'avons dit, ne s'arrête pas à la Grèce : l'Espagne et l'Italie aussi sont source d'inquiétudes pour les investisseurs. Pour

remédier à la situation, les chefs d'État européens ont décidé de permettre au FESF d'agir comme une banque, c'est-à-dire de prendre des engagements financiers dont la valeur dépasse celle de ses actifs tangibles (d'où l'effet de levier). En tout, le FESF pourrait engager jusqu'à 1 billion (1 000 milliards) d'euros pour acheter ou offrir une protection sur la dette de l'Espagne et de l'Italie. Le tout dans le but d'éviter une éventuelle débâcle qui serait sans commune mesure avec celle causée par les problèmes grecs, vu la taille bien plus importante de l'économie de ces deux pays.

Sur ce volet, la principale critique porte sur la valeur de la somme que pourrait engager le FESF relativement à la dette de l'Espagne et de l'Italie. À première vue, les analystes estiment que 1 billion d'euros est une somme suffisante pour maintenir les obligations espagnoles et italiennes à des taux d'intérêt raisonnables, si les gouvernements poursuivent les nécessaires réformes économiques et fiscales qui permettront de contenir la taille future de leurs dettes publiques. Toutefois, si ces réformes ne se concrétisaient pas de façon satisfaisante, les investisseurs pourraient se remettre à larguer ces obligations sur les marchés et, alors, le FESF ne serait pas de taille pour soutenir le marché.

Troisième volet : la recapitalisation des banques européennes. Les inquiétudes montantes quant à la solidité de certaines banques européennes ont fait la manchette récemment. Entre autres, la Société générale, de même que le Crédit agricole et la BNP Paribas ont été cités en septembre pour leur forte exposition aux dettes grecque, espagnole et italienne, ce qui a entraîné une baisse marquée de leur titre boursier. De plus, les dirigeants de ces banques sont particulièrement réticents à recapitaliser leurs institutions en émettant des actions aux cours actuels. En réponse à leur réticence, des tests de tension ont été réalisés par l'Autorité bancaire européenne, lesquels indiqueraient un manque de 106 milliards d'euros au capital des banques

suite à la dernière page

## Tableau des rendements nets au 31 octobre 2011

	Valeur unitaire \$	Actif net <sup>1</sup> en millions \$	Rendements simples <sup>2</sup>			Rendements composés annuels				RFG <sup>4</sup> %	Gestionnaire de portefeuille
			1 mois %	3 mois %	DDA <sup>3</sup> %	1 an %	3 ans %	5 ans %	10 ans %		
<b>FONDS FOCUS</b> <span style="float: right;"><b>ECOFLEX   MES ÉTUDES</b></span>											
Focus prudent	14,02	151,7	1,1	(0,2)	0,9	1,0	5,6	2,0	3,3*	2,88	Gestionnaires multiples
Focus modéré	14,19	228,7	2,0	(1,5)	(1,4)	(0,3)	5,8	1,3	3,2*	2,92	Gestionnaires multiples
Focus équilibré	14,29	387,1	3,0	(2,7)	(3,7)	(1,7)	5,8	0,6	3,1*	2,97	Gestionnaires multiples
Focus croissance	14,32	130,2	4,0	(4,1)	(6,0)	(3,2)	5,8	(0,2)	2,9*	3,01	Gestionnaires multiples
Focus audacieux	14,31	62,8	5,0	(5,4)	(8,3)	(4,6)	5,7	(1,1)	2,7*	3,04	Gestionnaires multiples
<b>FONDS DE REVENU</b> <span style="float: right;"><b>ECOFLEX   MES ÉTUDES</b></span>											
Marché monétaire	16,92	235,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	1,2	1,3	1,47	Industrielle Alliance
Obligations court terme	15,26	208,5	(0,3)	0,8	2,5	1,6	3,7	2,6	2,5	2,14	Industrielle Alliance
Obligations	26,14	1 692,7	(0,4)	2,0	5,5	4,0	5,9	3,9	4,2	2,14	Industrielle Alliance
Obligations - série 2	17,31	605,7	(0,5)	1,9	5,0	3,8	6,1	3,6	3,9	2,15	Industrielle Alliance
<b>FONDS DIVERSIFIÉS</b> <span style="float: right;"><b>ECOFLEX   MES ÉTUDES</b></span>											
Diversifié sécurité	17,25	299,1	1,8	(0,2)	0,5	1,3	6,6	2,4	4,0	2,76	Industrielle Alliance
Diversifié	30,60	1 662,0	3,4	(1,7)	(2,6)	(0,1)	6,8	1,2	4,2	2,77	Industrielle Alliance
Diversifié opportunité	18,88	211,9	4,8	(3,0)	(5,1)	(1,4)	7,5	0,7	4,6	2,84	Industrielle Alliance
Répartition d'actifs canadiens Fidelity	15,27	487,4	3,0	(2,9)	(5,2)	(1,1)	7,4	1,9	4,9	3,39	Fidelity
Diversifié revenu	18,46	178,4	5,0	(4,1)	(6,1)	(1,7)	10,6	3,0	-	2,77	Industrielle Alliance
Diversifié mondial (Aston Hill)	9,69	32,7	5,2	(4,9)	(3,2)	0,2	5,6	-	-	3,12	Aston Hill
<b>FONDS D' ACTIONS CANADIENNES</b> <span style="float: right;"><b>ECOFLEX   MES ÉTUDES</b></span>											
Dividendes revenu	10,36	139,7	5,6	(4,0)	(6,4)	(5,6)	3,3	(2,4)	5,2*	2,42	IA Clarington
Dividendes croissance	13,00	696,8	3,9	(1,8)	(3,5)	0,2	8,1	2,0	8,4*	2,66	Industrielle Alliance
Actions canadiennes (Leon Frazer)	15,39	179,0	3,8	(0,4)	0,9	4,7	8,9	2,7	7,3*	2,98	Leon Frazer
Indiciel canadien	16,73	153,2	5,1	(4,8)	(9,3)	(4,4)	5,5	(0,2)	5,0	2,78	Industrielle Alliance
Sélect canadien <sup>7</sup>	23,75	47,2	7,0	(4,7)	(9,3)	(2,6)	9,2	0,7	6,6	2,72	Industrielle Alliance
Actions canadiennes - valeur	35,25	385,2	6,3	(5,0)	(9,8)	(4,3)	5,8	(1,8)	4,8	2,78	Industrielle Alliance
Actions canadiennes (Dynamique)	15,96	551,3	7,3	(13,6)	(19,5)	(13,8)	7,7	(0,5)	8,8	3,14	Dynamique
Frontière Nord <sup>MD</sup> Fidelity	22,45	346,2	4,7	(3,5)	(7,2)	(1,3)	7,3	0,4	5,9	3,40	Fidelity
Actions canadiennes - croissance	20,48	233,4	5,9	(6,1)	(10,9)	(4,9)	10,9	3,1	7,3	2,75	Industrielle Alliance
Potentiel Canada Fidelity	25,85	194,1	3,3	(4,2)	(9,7)	(1,6)	19,0	5,8	7,9	3,40	Fidelity

Rendements après déduction du ratio des frais de gestion (RFG). Les rendements passés ne sont pas une garantie des rendements futurs.

Le bulletin économique et financier *ÉcoStratège* est produit mensuellement, dans une version abrégée – *ÉcoStratège en bref* | Ecoflex | Mes études – et trimestriellement, dans une version exhaustive. Vous pouvez consulter le bulletin *ÉcoStratège* à partir du site Internet de la société, à l'adresse [www.inalco.com](http://www.inalco.com), sous *Produits et services aux particuliers, Véhicules de placement, Publications*.

<sup>1</sup> Actif net total du fonds comprenant les contrats collectifs et les contrats individuels

<sup>2</sup> Les taux de rendement pour la période sont non annualisés.

<sup>3</sup> Depuis le début de l'année

<sup>4</sup> Ratio des frais de gestion (y compris la TPS et la TVH)

<sup>5</sup> Ce fonds est géré par l'Industrielle Alliance depuis mars 2010. Avant cette date, Legg Mason en était le gestionnaire.

<sup>6</sup> Les indices présentés dans ce document sont des indices à rendement total.

<sup>7</sup> Non offert dans les contrats enregistrés et les CELI

\* Simulation des rendements passés comme si le fonds avait été en vigueur durant ces périodes.

Fonds indiciaires : rendements passés simulés à l'aide du rendement de l'indice que ce fonds vise à reproduire

## Tableau des rendements nets au 31 octobre 2011 (suite)

	Valeur unitaire \$	Actif net <sup>1</sup> en millions \$	Rendements simples <sup>2</sup>			Rendements composés annuels				RFG <sup>4</sup> %	Gestionnaire de portefeuille
			1 mois %	3 mois %	DDA <sup>3</sup> %	1 an %	3 ans %	5 ans %	10 ans %		
<b>FONDS D' ACTIONS AMÉRICAINES ET INTERNATIONALES</b>											
<b>ECOFLEX   MES ÉTUDES</b>											
Dividende mondial (Dynamique)	9,47	55,7	(1,9)	(6,3)	(5,2)	(0,8)	5,3	(1,1)*	-	3,25	Dynamique
Actions mondiales (Templeton)	8,99	194,1	6,5	(5,3)	(6,8)	(6,7)	0,6	(6,7)	(2,0)	3,38	Templeton
Actions mondiales	9,00	6,6	5,7	(4,4)	(6,3)	(4,6)	4,3	(4,5)	-	3,24	Industrielle Alliance
Fidelity Étoile du Nord <sup>MD</sup>	9,23	34,8	2,2	(6,4)	(9,5)	(4,8)	5,2	(3,4)	-	3,43	Fidelity
Actions mondiales pet. cap. (DB Advisors)	8,73	85,4	6,0	(5,0)	(7,0)	(2,9)	8,3	(2,7)*	-	3,35	DB Advisors
Indiciel international	6,13	12,4	4,3	(6,5)	(8,6)	(8,6)	0,4	(6,9)	(1,8)	2,76	BlackRock
Actions internationales (Templeton)	11,13	61,0	6,2	(6,7)	(8,7)	(10,2)	(0,1)	(7,3)	(1,9)	3,33	Templeton
Actions internationales (McLean Budden)	8,59	6,5	5,1	(6,2)	(7,8)	(8,4)	0,6	(6,2)	(2,0)	3,24	McLean Budden
Actions Europe Fidelity	7,67	56,2	5,0	(9,3)	(12,4)	(12,8)	0,1	(3,8)	(0,2)	3,44	Fidelity
Indiciel américain	7,23	28,6	5,4	0,8	(1,2)	2,3	0,8	(5,3)	(4,1)	2,75	SSgA (State Street)
Actions américaines (McLean Budden)	8,45	30,7	6,9	(1,9)	(6,4)	(3,3)	(1,1)	(5,5)	(2,8)*	3,20	McLean Budden
Actions américaines <sup>5</sup>	5,18	9,5	7,6	(1,4)	(5,4)	0,1	1,9	(11,8)	(6,5)	3,09	Industrielle Alliance
<b>FONDS SPÉCIALISÉS</b>											
<b>ECOFLEX   MES ÉTUDES</b>											
Asie pacifique (Dynamique)	5,38	46,8	7,6	(14,9)	(18,7)	(18,5)	24,0	6,5	6,4	3,06	Dynamique
Marchés émergents (Mackenzie Cundill)	12,39	42,7	2,8	(19,4)	(25,9)	(19,0)	10,4	(1,2)	6,4	4,32	Mackenzie Cundill
Soins de santé mondiaux (Renaissance)	11,67	10,9	0,6	(1,3)	4,2	5,4	3,6	(1,7)	0,7	3,56	CIBC
Revenu immobilier	21,32	25,8	2,4	0,0	9,9	8,1	19,2	4,4	-	2,78	Industrielle Alliance
Indiciel américain DAQ	4,44	14,9	5,3	3,5	4,4	6,1	10,7	1,7	(1,6)	2,79	Industrielle Alliance
<b>RÉGIME D'ÉPARGNE-ÉTUDES</b>											
<b>ECOFLEX   MES ÉTUDES</b>											
Diploma primaire	12,07	245,1	2,8	(1,2)	(2,3)	(0,8)	3,9	(0,6)	1,7*	3,39	Industrielle Alliance
Diploma secondaire	11,32	32,9	0,4	0,2	0,5	0,1	2,0	0,6	1,4*	3,40	Industrielle Alliance
<b>FONDS NON OFFERTS AUX SOUSCRIPTEURS DE NOUVEAUX CONTRATS</b>											
<b>ECOFLEX   MES ÉTUDES</b>											
Diploma	9,92	174,1	2,8	(0,9)	(2,0)	(0,5)	3,6	(0,9)	1,2	3,40	Industrielle Alliance
Dividendes	31,99	557,2	4,0	(1,7)	(3,1)	0,8	8,6	2,2	9,1	2,16	Industrielle Alliance
Multistratégies	7,50	2,1	(0,4)	(4,4)	(5,2)	(4,4)	(3,9)	(7,0)	(1,9)*	4,11	Lyxor Asset Manag.

Rendements après déduction du ratio des frais de gestion (RFG). Les rendements passés ne sont pas une garantie des rendements futurs.

Indices de référence<sup>6</sup> - Rendements au 31 octobre 2011

	Rendements simples <sup>2</sup>			Rendements composés annuels			
	1 mois %	3 mois %	DDA <sup>3</sup> %	1 an %	3 ans %	5 ans %	10 ans %
<b>INDICES RELATIFS AUX FONDS DE REVENU</b>							
Indice des Bons du Trésor - 91 jours DEX	0,1	0,2	0,8	1,0	0,8	2,1	2,4
Indice d'obligations à court terme DEX	(0,1)	1,3	4,0	3,5	5,1	5,0	4,7
Indice obligataire universel DEX	(0,4)	2,6	7,0	6,0	8,2	5,9	6,1
Indice plafonné des fiducies de revenu S&P/TSX	2,3	2,3	17,3	22,9	20,3	8,8	15,9
SB - Obligations mondiales (\$ CA)	(3,8)	4,8	6,9	1,2	1,6	4,9	2,5
<b>INDICES RELATIFS AUX FONDS D' ACTIONS CANADIENNES</b>							
S&P/TSX 60	4,9	(4,2)	(7,3)	(1,6)	8,7	2,5	8,2
Indice completion S&P/TSX	7,7	(6,2)	(6,2)	1,4	19,7	4,1	9,7
Indice composé S&P/TSX	5,6	(4,7)	(6,9)	(0,8)	11,1	2,7	8,5
Indice composé plafonné S&P/TSX	5,6	(4,7)	(6,9)	(0,8)	11,1	2,7	8,5
<b>INDICES RELATIFS AUX FONDS D' ACTIONS AMÉRICAINES ET INTERNATIONALES</b>							
S&P 500 (\$ CA)	6,1	1,6	1,2	5,4	4,1	(2,2)	(1,1)
S&P 500 (\$ CA) (Reuters)	5,7	1,5	1,3	5,5	4,2	(2,1)	(1,1)
MSCI - Monde (\$ CA)	5,5	(2,4)	(3,2)	(0,8)	3,5	(3,4)	(0,2)
MSCI - Monde petites capitalisations (\$ CA)	7,0	(5,0)	(5,8)	1,1	11,0	(1,0)	4,7
MSCI - EAEO (\$ CA)	4,9	(6,0)	(6,9)	(6,5)	2,7	(4,8)	0,9
MSCI - EAEO (\$ CA) (Reuters)	4,5	(6,1)	(6,8)	(6,4)	2,7	(4,7)	0,9
MSCI - Europe (\$ CA)	7,2	(6,4)	(5,0)	(7,0)	2,9	(4,5)	1,4
<b>INDICES RELATIFS AUX FONDS SPÉCIALISÉS</b>							
MSCI - AC Asie pacifique free (\$ CA)	3,0	(6,4)	(9,4)	(5,6)	7,8	(1,6)	3,4
MSCI - Marchés émergents (\$ CA)	8,3	(8,2)	(11,4)	(9,7)	15,5	4,2	11,8
MSCI - Monde Soins de santé (\$ CA)	0,5	(0,5)	4,5	3,2	(0,1)	(3,0)	(3,4)
Nasdaq 100 (\$ CA)	5,5	4,0	6,3	8,3	13,0	3,8	0,8
Indice plafonné S&P/TSX REIT	1,4	0,8	16,1	12,5	25,1	6,1	13,0
<b>TAUX DE CHANGE (\$ CA/\$ US)</b>							
Au 31 octobre 2011 : 0,9935	(4,4)	4,2	(0,1)	(2,5)	(6,5)	(2,4)	(4,6)
<b>TAUX DE CHANGE (\$ US/\$ CA)</b>							
Au 31 octobre 2011 : 1,0065	4,6	(4,0)	0,1	2,5	7,0	2,5	4,8

suite de la première page

européennes. En conséquence, l'entente comporte une clause qui force les banques à relever leur ratio de capital à 9 % d'ici le 30 juin 2012.

Sur ce dernier point, la seule critique réside dans le risque que les banques choisissent d'améliorer leur ratio de capital en diminuant le crédit qu'elles consentent plutôt qu'en levant des capitaux sur les marchés financiers. Cela aurait une incidence fatale sur l'économie européenne, dont les entreprises sont traditionnellement davantage portées à se financer par emprunts que par capital-actions. Il faudra suivre de quelle façon les autorités bancaires nationales et européennes s'y prendront pour forcer la main aux banques.

En guise de conclusion, nous pouvons dire que les déchi-rements internes en Europe sont loin d'être terminés. Plutôt que d'y aller d'un engagement ferme et jusqu'au-boutiste, un « coûte que coûte », les chefs d'État de la zone euro proposent aux marchés financiers une solution qui est certainement un pas probant dans la bonne direction, mais qui semble cousue du fil blanc des compromis diplomatiques.

**Rebondissements de dernière minute**

Le 1<sup>er</sup> novembre, le premier ministre grec George Papandréou a annoncé qu'un référendum portant sur le plan d'aide européen aurait lieu début 2012, ce qui a provoqué l'ire du président français, Nicolas Sarkozy, et de la chancelière allemande,

Angela Merkel. Suivant l'adage populaire selon lequel « devoir un peu d'argent à son banquier nous met à sa merci, mais lui en devoir beaucoup le met à notre merci », les marchés boursiers ont reçu cette annonce comme une douche froide. Puis, volte-face le 3 novembre : au grand soulagement des investisseurs boursiers, le projet de référendum du premier ministre grec est abandonné. Au moment d'écrire ces lignes, le 4 novembre, nous sommes en attente des résultats du vote de confiance du parlement grec envers le gouvernement Papandréou. L'histoire s'écrit. ■