



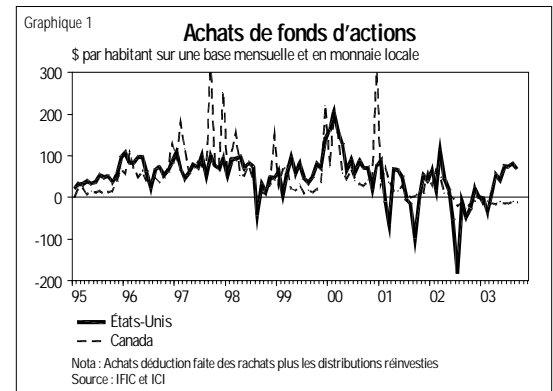
Coup d'œil sur le secteur des services financiers

Analyse approfondie de l'évolution du secteur des services financiers au Canada et aux États-Unis

Quand les actions regagneront-elles la faveur des épargnants ?

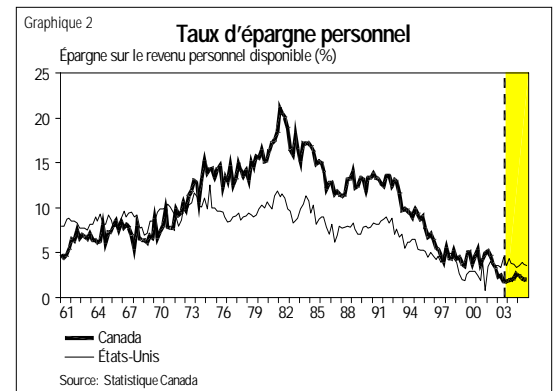
Échaudés par l'effondrement des cours des actions de la fin de 2000 au début de 2003, les épargnants canadiens boudent la reprise du marché boursier amorcée en mars. Les rachats mensuels nets de fonds d'actions, qui se maintiennent à un total de près de 3 milliards de dollars CAN (graphique 1), en sont la preuve. Cela contraste nettement avec les États-Unis où les épargnants ont été les acheteurs nets de quelque 141 milliards de dollars US de parts de fonds d'actions pendant la même période.

À cela, trois explications possibles. Premièrement, l'effondrement des marchés boursiers a peut-être simplement annihilé trop de richesse théorique pour qu'il reste de quoi investir aujourd'hui. Deuxièmement, les réaménagements des portefeuilles motivés par une plus grande aversion du risque, les rendements relatifs prévisionnels et les influences de l'appréciation du dollar canadien ont peut-être détourné des capitaux vers d'autres catégories d'actifs ; si cette hypothèse se confirme, on peut se demander quand et si ces fonds reviendront sur le marché des actions. Troisièmement, la prédilection pour les marchés de la consommation et de l'immobilier est peut-être si forte qu'elle fait complètement oublier les placements au profit de la consommation.



Le faible taux d'épargne entraîne une cannibalisation des produits

La réponse réside probablement dans la deuxième et la troisième explications. La très forte propension à consommer a poussé au plus bas dans l'ère moderne le taux d'épargne individuelle, exprimé en pourcentage du revenu disponible non dépensé (graphique 2). À 1,8 %, ce taux est bien inférieur au taux américain de 4,4 % et il devrait rester bas pendant un certain temps encore. Cette frénésie dépensière se manifeste malgré le fait que les *baby boomers* qui prennent de l'âge

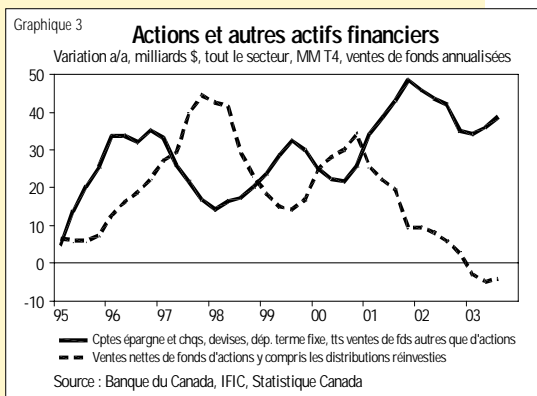


Derek Holt
Économiste en chef adjoint
(416) 974-6192
derek.holt@rbc.com

Disponible sur Internet :

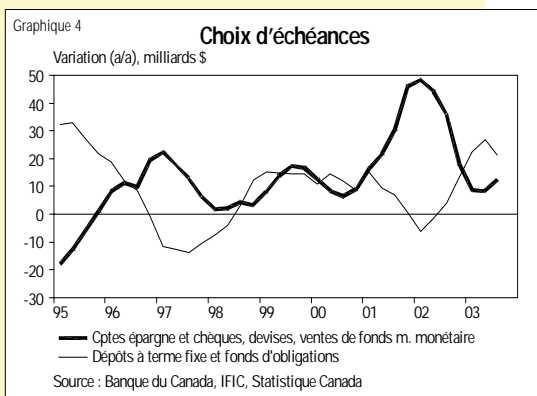
www.rbc.com/economie

vivent leurs années théoriquement de plus forte épargne depuis plusieurs années déjà. Ils se situent actuellement entre la fin de la trentaine et la fin de la cinquantaine, la plupart étant âgés de quarante ans et plus. Mais outre l'engouement pour la consommation et le marché immobilier, des facteurs particuliers comme les coûts de chauffage domiciliaire et la flambée des primes d'assurance automobile ont ajouté à la pression. La croissance du revenu disponible – le dénominateur dans l'équation du taux d'épargne – reste saine.



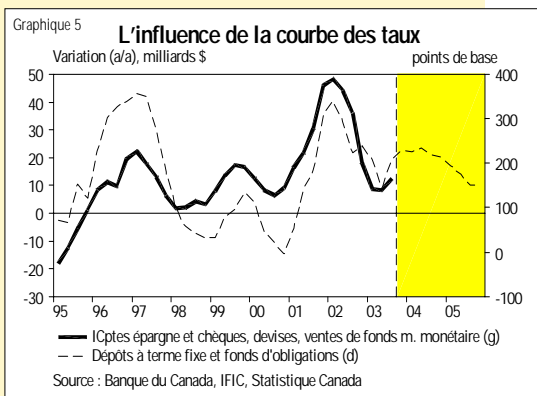
Si le taux d'épargne est faible, les capitaux frais pour tous les produits d'épargne se font rares. Cela provoque une cannibalisation entre les instruments d'épargne individuelle qui se disputent des parts de marché sur la base du taux de rendement relatif prévu et de l'évolution de la tolérance du risque des investisseurs.

Malgré le faible taux de croissance de l'épargne nouvelle dégagée des revenus des ménages, cela ne présente qu'une partie du tableau. Il n'est pas vrai que le patrimoine s'est détérioré au point où les placements seraient un luxe réservé à un petit nombre. Au contraire, des masses importantes de capitaux ont été réaffectées par des remaniements des portefeuilles et un mouvement semblable s'opérera en faveur des actions au cours des deux prochaines années.



Les remaniements de portefeuille sont l'influence dominante

Le graphique 3 illustre les énormes remaniements de portefeuilles de ces dernières années et montre où se trouve l'argent aujourd'hui. En additionnant les variations d'une année sur l'autre des fonds détenus par les ménages dans des dépôts à terme fixes, des comptes de chèques et d'épargne ou en espèces, et en y ajoutant les ventes nettes des fonds du marché monétaire, des fonds de revenu obligataires, des fonds de dividendes et des fonds équilibrés, on peut se faire une idée assez générale de l'investissement dans des produits d'épargne non participatifs. Ce chiffre est comparé aux ventes de tous les fonds communs de placement (FCP) en actions canadiennes et étrangères sur la même base (déduction faite des rachats et compte tenu des distributions réinvesties). Depuis 2001, on constate une augmentation forte et soutenue des investissements dans des actifs autres que des actions en même temps qu'une forte baisse des achats de parts de fonds d'actions. En outre, les deux tendances évoluent en sens contraire l'une par rapport à l'autre depuis la montée du secteur des FCP, le bond en avant de la technologie de placement et les changements de comportement des investisseurs à long terme qui ont réellement commencé à avoir une influence au milieu des années 90. Si on incluait des données à long terme – difficiles à obtenir – sur les positions globales détenues dans les fiducies de revenus, la grande popularité de ces instruments ces dernières années ne ferait que renforcer les tendances relatives. Pour l'heure, ce qui est clair, c'est que l'argent est là, mais qu'il est simplement placé différemment aujourd'hui.



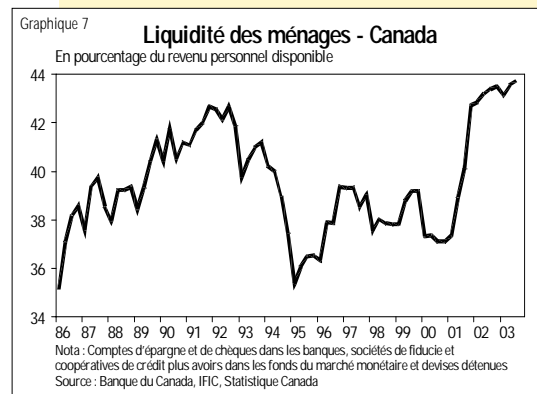
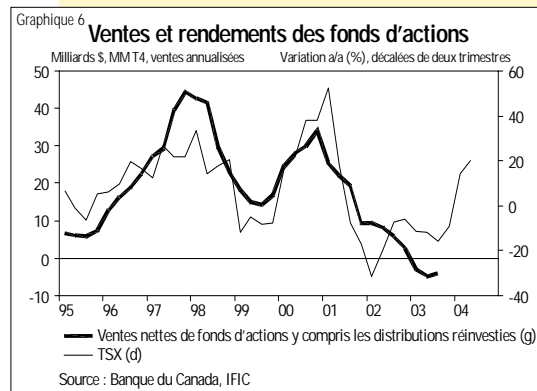
La courbe du graphique 3 qui représente les produits d'épargne non participatifs peut être décomposée en deux sous-catégories : les placements à court terme liquides en quasi-espèces et les placements à plus long terme en dépôts à terme fixes plus les ventes nettes de fonds d'obligations canadiennes et étrangères. Ces deux sous-catégories ont tendance à évoluer en sens opposé l'une par rapport à l'autre à la longue (graphique 4). La ruée sur les actifs liquides à la fin de 2001 et au début de 2002 a été suivie d'une course aux dépôts à terme fixes et aux fonds d'obligations, les investisseurs cherchant des rendements plus élevés sur la courbe des taux. Le choix illustré ici est motivé par l'évolution de la pente de la courbe des taux qui exprime l'écart entre les obligations du gouvernement du Canada à 10 ans et les bons du Trésor à 90 jours (graphique 5). Plus l'écart est grand, plus les ménages investissent dans des instruments à court terme.

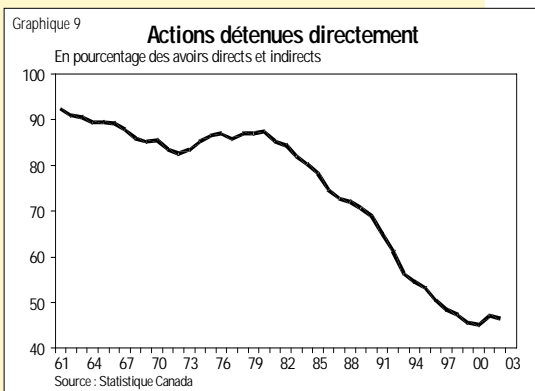
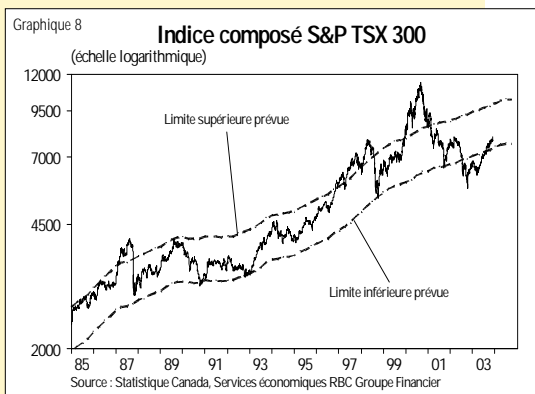
Au cours de la prochaine année, le différentiel prévu jouera probablement en défaveur des obligations puisque les taux obligataires dérivent à la hausse avec l'amélioration de l'économie et l'augmentation des craintes de l'inflation d'ici 2005 conjuguées à l'important déficit financier américain et à l'amélioration de la tolérance du risque au détriment des valeurs refuges telles que les obligations. De plus, les taux à court terme pourraient monter légèrement, mais ils resteront maigres particulièrement après prise en compte de l'inflation et des impôts, ce qui donne des rendements négatifs à l'extrémité rapprochée de la courbe des taux aux États-Unis et voisins de zéro au Canada. Par conséquent, la situation pourrait être mûre pour un regain d'affection pour les actions.

En fait, il existe une corrélation relativement convaincante entre les rendements des marchés boursiers décalés de deux trimestres et les achats nets de parts de fonds d'actions par les épargnants canadiens (graphique 6). Que ce soit par inertie ou par prudence, les épargnants ont tendance à attendre environ six mois de reprise du marché boursier avant de décider à s'y engager. La remontée des rendements boursiers depuis le printemps laisse par conséquent présager un retour en grâce prochain des titres participatifs auprès des investisseurs canadiens.

Les chiffres en perspectives

De fait, il y a actuellement beaucoup d'argent inactif qui pourrait alimenter une recrudescence des ventes de parts de fonds d'actions. Après les remaniements des deux dernières années, la liquidité des portefeuilles des ménages reste très élevée. Leurs avoirs en comptes d'épargne et de chèques, fonds du marché monétaire et espèces équivalent maintenant à environ 43 % de leur revenu disponible, contre 37 % en 2000 (graphique 7). Depuis 2000, où les marchés boursiers ont culminé, les avoirs totaux en comptes d'épargne et de chèques, instruments du marché monétaire et argent liquide ont augmenté d'environ 80 milliards de dollars – soit quelque 14 milliards de dollars seulement en FCP du marché monétaire dont les parts sont actuellement rachetées, 58 milliards de dollars en dépôts toujours en croissance et 6,5 milliards de dollars en argent liquide.





Les Canadiens ont aussi fait grossir considérablement leurs dépôts à terme fixes personnels au cours de la dernière année. Près de 20 milliards de dollars CAN ont ainsi été déposés auprès de toutes les institutions de dépôt combinées depuis la même époque l'an dernier, et les avoirs dans les fonds de revenu d'obligations canadiennes et étrangères ont augmenté d'environ 9 milliards de dollars en raison à la fois des effets de la valorisation et de la poursuite des ventes nettes. La montée des taux obligataires fera aussi grimper les taux des CPG au cours de la prochaine année, mais probablement pas assez pour compenser l'attrait des rendements du marché des actions. Une partie de ces flux seront ainsi vraisemblablement recanalisés vers des achats de fonds d'actions.

Pour mettre les choses en perspectives, le volume annuel record de ventes de tous les genres de fonds communs de placement déduction faite des rachats et y compris les distributions réinvesties était de 64 milliards de dollars en 1997 dont 45 milliards de dollars (ou 70 %) consacrés à tous les genres de fonds d'actions. Le volume des liquidités et des quasi-espèces plus les dépôts à terme fixes des ménages permettrait de dépasser ce record s'il était entièrement réaffecté dans une courte période. Il est toutefois plus probable qu'on assiste à une réaffectation contrôlée par les investisseurs, dont la confiance doit être rétablie petit à petit, avec probablement le maintien d'un meilleur équilibre entre leurs investissements qu'au plus fort du cycle haussier des actions.

L'anticipation d'un ralentissement des marchés immobiliers pourrait aussi pousser les ménages à transférer une partie de leurs portefeuilles vers les actions. La proportion des investisseurs potentiels qui dirigent leur épargne vers des produits autres que des actions, motivés par la constitution d'un pécule pour le versement initial sur un logement, est actuellement relativement faible. Cette influence diminuera encore à mesure que la montée des taux et l'épuisement de la demande accumulée feront ralentir la construction domiciliaire et les reventes de logements. Les investisseurs qui visaient des gains spéculatifs, ce qui était un grand facteur de croissance sur le marché des copropriétés ces dernières années, vont probablement aussi changer d'optique.

Sur un plan économique fondamental, la nette amélioration des bénéfices et la forte croissance de la productivité sont de bon augure pour le marché boursier. À 95 %, l'intervalle de confiance qui établit les bornes supérieure et inférieure de la fourchette de négociation sur la Bourse de Toronto par rapport aux prévisions de taux obligataires et de bénéfices révèle aussi qu'il existe de la valeur sur le marché comparativement à des périodes telles que celle de la bulle spéculative de la fin des années 90 (graphique 8). La reprise attendue des investissements en actions se manifestera vraisemblablement surtout par le biais des FPC, des fonds de retraite et d'autres moyens indirects plutôt que par les placements boursiers directs cannibalisés depuis des décennies par les investisseurs institutionnels (graphique 9).

En revanche, l'évolution de la démographie ne déclenchera pas un regain de croissance des produits sous forme de fonds d'actions. Cette théorie s'est

effondrée au cours de la dernière décennie ; les ménages ont de plus en plus diminué leur taux d'épargne malgré des prévisions des démographes. De fait, la validité de la théorie du cycle de vie sur une seule génération qui ne tient pas compte des programmes de revenu de retraite et des transferts entre générations a été profondément remise en cause par les chercheurs. À la place, d'autres effets liés à la cohorte d'âge entraînés par le cycle, la technologie et l'évolution des préférences des investisseurs ont fait augmenter le taux de participation au marché boursier à la fois au Canada et aux États-Unis d'une manière qui ne dépendait pas de l'évolution démographique au cours de la dernière décennie et au détriment d'autres actifs financiers. Comme les graphiques 10 et 11 le démontrent, les plus grands changements des modes d'investissement se sont produits dans des catégories d'âge de définition identique pour les quadragénaires d'aujourd'hui par rapport aux quadragénaires d'il y a dix ans.

Il est extrêmement difficile de prédire quand ces capitaux reprendront le chemin des marchés boursiers. Des séquences du 11 septembre à la série de chocs qui ont secoué l'économie canadienne cette année en passant par les scandales comptables et de gouvernance d'entreprise des deux dernières années, la confiance des investisseurs a été fortement ébranlée. Mais, elle l'avait aussi été pendant la deuxième moitié des années 90 et pourtant les marchés boursiers ont dégagé un rendement solide. Il ne fallait généralement pas longtemps pour que les investisseurs se reprennent d'affection pour les actions, chaque fois après bref passage à vide plutôt bref. La crise du peso mexicain en 1994, la dévaluation du baht thaïlandais et la crise des marchés émergents qui s'en est suivie, l'effondrement du plus important fonds de couverture du monde – Long Term Capital Management – et la défaillance technique de la Russie dans le remboursement de sa dette avaient mis leur confiance à rude épreuve. En outre, comme il a déjà été noté, ces chocs n'ont pas dissuadé les épargnants américains de renouer avec la Bourse. La différence pour les Canadiens qui cherchent à investir à l'étranger est peut-être l'incidence négative de l'appréciation du huard sur les rendements compte tenu des effets de change. Cependant, cela ne devrait pas empêcher l'investissement dans des fonds d'actions canadiennes qui ont eu tendance à dominer les ventes récentes avec l'ampleur qu'on constate actuellement, et le rythme de l'appréciation de la devise va probablement ralentir au cours de la prochaine année autour de 80 cents US d'ici la fin de 2004.

La différence entre les aléas des deux dernières années et les chocs qui se sont produits au cours des périodes précédentes est que les bases de l'économie américaine se détérioraient fortement pendant les mois qui ont précédé le 11 septembre et par la suite. Aujourd'hui, ces bases se rétablissent avec une solide reprise des bénéfices, la stabilité de la politique monétaire, une croissance de la productivité américaine encore plus forte qu'à la fin des années 90 et la manifestation de plus en plus claire d'un rebondissement du secteur manufacturier américain ainsi que de l'économie en général. Les chocs économiques sont souvent impossibles à prédire, mais la situation actuelle révèle qu'il existe encore de la valeur sur les marchés boursiers et que les capitaux à y injecter ne manquent pas.

