

Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

Juin 2014

Sommaire

- Une amélioration progressive des conditions économiques dans les pays développés, avec les É.-U. en tête de file, soutiendra la croissance mondiale en 2014.
- La baisse des taux obligataires depuis le début de l'année résulte de facteurs temporaires plutôt que fondamentaux, comme par exemple les tensions géopolitiques en Europe de l'Est et au Moyen-Orient.
- Les taux à long terme subiront des pressions à la hausse pour s'ajuster à une économie mondiale en expansion. Deux facteurs déterminants des taux obligataires souverains – la croissance et l'inflation anticipée – ont atteint un point tournant.
- Les actions sont soutenues par une croissance solide des bénéfices des sociétés. Les marges bénéficiaires et les niveaux d'évaluation sont conformes aux moyennes historiques et sont loin d'être excessifs.
- Nous continuons de privilégier les actions dans le cadre de nos mandats équilibrés. La durée du portefeuille obligataire demeure courte dans l'attente d'un moment plus opportun pour l'achat de titres ayant de longues échéances.

Les cotes boursières mondiales ont poursuivi leur avance et dépassent maintenant de 6,6 % leur niveau du début de l'année. Elles ont bénéficié du raffermissement général de l'activité économique et de l'amélioration des bénéfices des sociétés. Malgré cette conjoncture favorable, les taux obligataires mondiaux ont baissé. Celui de l'obligation du Canada à 10 ans a reperdu environ 55 % des 96 points de base qu'il avait gagnés en 2013 et, à 2,24 %, il se situe à 1,18 % de moins que la moyenne de la récession de 2008-09. Cet écart inusité nous suggère qu'il serait sage de réévaluer nos attentes de rendement à moyen terme pour les titres d'emprunt et les titres de participation.

Divers éléments techniques peuvent avoir contribué à la baisse des taux obligataires depuis quelques mois, mais nous pensons que les deux principaux facteurs qui déterminent les taux des obligations souveraines à long terme – les prévisions de croissance et d'inflation – ont atteint un point d'inflexion. L'accélération de la croissance se poursuit et l'inflation a commencé à augmenter. La remontée des taux d'intérêt vers des niveaux que justifient les fondamentaux actuels n'améliorera pas le maigre rendement total des titres à revenu fixe.

Alors que la conjoncture économique favorable entravera la progression des cours obligataires, elle continuera à soutenir la rentabilité des entreprises. Bien que les ratios cours-bénéfice et les marges bénéficiaires aient sensiblement augmenté à la suite de l'une des récessions les plus graves et persistantes depuis les années 1930, ils sont loin d'avoir atteint des niveaux excessifs. Nous continuons de croire que le rendement d'un portefeuille soigneusement diversifié d'actions de qualité continuera à moyen terme de dépasser ceux des quasi-espèces et des obligations.

Pourquoi les taux obligataires ne montent pas (encore)

L'économie américaine a ralenti au premier trimestre, affichant une progression de 1,5 % par rapport à l'année dernière, contre 2,6 % au quatrième trimestre de 2013. Toutefois, certains indices montrent clairement qu'elle reprend de la vitesse et que la cause de l'inflexion du premier trimestre a été la rigueur de l'hiver.

La construction de logements a de nouveau franchi la barre du million d'unités. La production industrielle dépasse de 4,3 % le niveau de l'année dernière et les indices précurseurs annoncent une nouvelle accélération : les commandes de biens durables sont en hausse de 2,9 % sur une base annuelle et les commandes totales dans le secteur industriel affichent une augmentation de 2,4 %. Depuis trois mois, la création d'emplois se maintient à un rythme mensuel moyen satisfaisant de 238 000, accompagné d'une augmentation annuelle de 3,6 % du revenu disponible qui contribue à la fermeté des dépenses des consommateurs. Les ventes au détail ont augmenté de 4,3 % par rapport à l'année dernière et les ventes d'automobiles soutiennent un rythme annuel de 16,7 millions d'unités. Par ailleurs, on ne peut sous-estimer l'apport du secteur de l'énergie au potentiel de progression de l'économie. Pour la première fois depuis 1984, les États-Unis produisent plus de pétrole et d'hydrocarbures liquides qu'ils n'en importent, ce qui contribuera à l'amélioration de leur balance commerciale.

Considérant la pente très favorable sur laquelle se trouve l'économie américaine, la baisse persistante des taux obligataires peut surprendre. Nous lui trouvons plusieurs raisons. D'abord, malgré l'accélération de l'économie et la souplesse de la politique monétaire, le taux de chômage dépasse encore 6,0 % et, si l'on inclut les travailleurs découragés de chercher un emploi, il atteint 12,3 %, contre 9,0 % avant la crise. La Réserve fédérale, qui a le double mandat de veiller à la stabilité des prix et de favoriser un taux d'emploi aussi élevé que possible, a annoncé son intention de maintenir le faible niveau des taux administrés pendant une plus longue période. Les perspectives ont alors changé pour les porteurs d'obligations qui, en rajustant leurs attentes, ont fait baisser les taux longs. Mais leur réaction ne sera que temporaire car la Fed a toujours l'intention de cesser ses achats de titres du Trésor et d'agences de l'État d'ici la fin de l'année et de poursuivre ensuite le raffermissement de sa politique monétaire en fonction du redressement de l'économie qui se poursuit, tel que mentionné précédemment. Pour le moment, les *délais* restent difficiles à prévoir mais ce qui compte surtout, c'est *l'orientation* future des taux d'intérêt.

En second lieu, les taux obligataires ont subi le contrecoup de la conjoncture géopolitique et macro-économique au Moyen-Orient et en Europe. L'aggravation des tensions entre l'Ukraine et la Russie a ravivé l'intérêt pour la « sécurité » perçue des obligations, bien que moins fortement que pendant la crise des dettes souveraines de 2011. Dans la zone euro, la reprise continue mais manque de tonus et pourrait être vulnérable à une escalade du conflit. La croissance réelle du PIB n'a atteint que 0,9 % par rapport à l'année dernière au premier trimestre et la rigidité du crédit continue de freiner l'essor. La faiblesse de la croissance freine aussi l'inflation, qui n'atteint que 0,5 % actuellement.

Pour assouplir le crédit et lubrifier les rouages de la reprise, la Banque centrale européenne a adopté une série de mesures destinées à encourager les banques à prêter. Les banques pourront se procurer des fonds à de très bas taux pour des périodes allant jusqu'à quatre ans, soit au taux de base de la BCE, qui est actuellement de 0,15 %, majoré de 0,10 %. Par ailleurs, la BCE a fixé à -0,10 % le taux offert sur les réserves que les banques déposent à ses guichets ; elle signifie ainsi aux banques qu'elles feraient mieux de déployer leurs fonds excédentaires au service de l'économie réelle. Enfin, la BCE envisage pour plus tard un programme d'achat de titres adossés à des créances. Au début, l'injection de liquidités a fait baisser les taux d'intérêt ; par la suite, la stimulation de la croissance par le biais du marché du crédit accroîtra la masse des fonds accessibles au secteur privé, au détriment du rendement des obligations.

Troisièmement, les caisses de retraite et les compagnies d'assurance ont entretenu une forte demande d'obligations à long terme en s'efforçant de combler la disparité des échéances entre leurs éléments d'actif et de passif. En effet, leurs engagements de paiement de rentes ou d'indemnités sont à long terme, tandis qu'elles accumulent des éléments d'actif à court terme sous la forme de cotisations ou de primes d'assurance. Or, la réglementation et les normes de comptabilité les obligent à actualiser leur passif.

Au Canada, l'une des méthodes d'actualisation utilisées par les régimes de retraite repose sur l'emploi des taux à long terme courants. Comme ceux-ci ont baissé depuis la crise financière, la valeur comptable du passif a monté, ce qui, en creusant l'écart entre l'actif et le passif, a affaibli la capitalisation. Selon Towers Watson, le ratio de solvabilité des caisses de retraite des sociétés du Fortune 1000 avait chuté à 77 % à la fin de 2012. Les promoteurs des régimes en cause ont donc dû verser des cotisations d'ajustement importantes aux caisses de leur entreprise. Pour remédier aux écarts, certaines caisses et compagnies d'assurance ont adopté une stratégie dite « d'immunisation » consistant à acheter des obligations portant les mêmes échéances que leurs engagements, qui sont des obligations à long terme. En théorie, cette approche élimine la sensibilité de la capitalisation aux variations haussières ou baissières des taux. Si ceux-ci montent, l'actif baisse, mais les engagements aussi.

En moyenne, le ratio de solvabilité des caisses de retraite avait atteint 93 % en 2013 grâce à la hausse des marchés boursiers et des taux d'intérêt (c'est-à-dire à l'augmentation du taux d'actualisation des éléments de passif). Plutôt que de réduire le recours à des stratégies d'immunisation, les caisses qui disposent maintenant d'excédents semblent préférer maintenir le ratio atteint. Les statistiques du secteur montrent que les nouveaux fonds affectés à l'achat d'obligations n'ont pas dépassé 9 milliards \$ au premier trimestre de 2014, soit 70 % de moins que les apports trimestriels moyens de 2013, alors que les taux augmentaient. Il semble donc que la nouvelle demande d'obligations de la part d'investisseurs institutionnels n'ait pas été un facteur déterminant dans la baisse récente des taux. Les caisses de retraite ont plutôt augmenté la durée de leurs portefeuilles en vendant des titres à court terme pour les remplacer par des obligations à plus long terme.

L'impact que ces décisions de placement peuvent avoir sur les taux à long terme est, par nature, temporaire. Quand le rééquilibrage sera achevé, les distorsions qu'il crée dans les taux disparaîtront. Les décisions de placement seront alors fondées sur le rendement prévu des titres au lieu de dépendre de la méthode de comptabilisation des passifs. Toute stratégie imposant l'achat de titres dont on prévoit une baisse de valeur produit inévitablement des résultats pitoyables.

Pourquoi les taux obligataires augmenteront (à moyen terme)

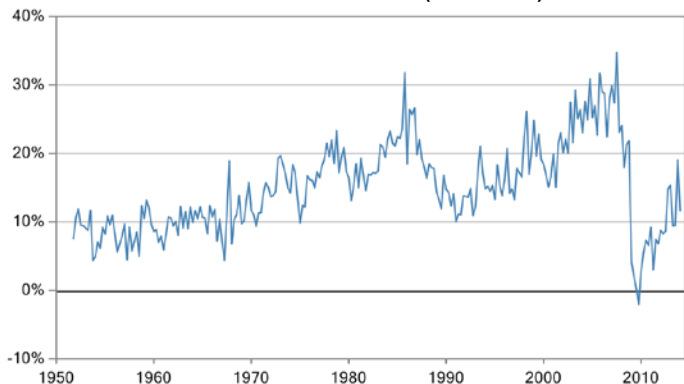
À court terme, l'offre et la demande d'obligations ont pu être faussées par des circonstances telles que les précédentes mais, à la longue, elles ne seront déterminées que par deux facteurs fondamentaux : la croissance réelle de l'économie et l'inflation. Présentement, les deux sont à la hausse aux États-Unis.

Nous pensons que la croissance va atteindre 2,5 % - 3,0 % aux États-Unis cette année et qu'elle demeurera robuste l'année prochaine. En période de croissance, la demande de crédit des particuliers et des entreprises a tendance à augmenter (Graphique 1).

Cette tendance se dessine déjà aux États-Unis : le crédit à la consommation est en hausse de 6,0 %, le crédit hypothécaire, de 2,9 % et le crédit aux entreprises autres que financières, de 9,3 %. Cette demande a provoqué une augmentation de l'offre de titres à revenu fixe et stimulé la concurrence pour les dépôts bancaires, deux faits nouveaux qui devraient exercer des pressions à la hausse sur les taux.

Graphique 1

É.-U. – Demande totale de fonds sur le marché du crédit (en % du PIB)



Note: Fonds levés par gouvernements, corporations et ménages sur les marchés boursiers et obligataires.
Source: U.S. Flow of Funds

Les taux obligataires réagissent aussi aux attentes d'inflation. En fait, il suffirait d'une inflation minime pour annuler le pouvoir d'achat des porteurs de titres à revenu fixe. Le porteur d'une obligation du Canada à cinq ans, d'une valeur nominale de 1M \$ avec un coupon de 1,5 %, subira une baisse de son pouvoir d'achat d'environ 25 000 \$ si l'inflation se maintient au niveau actuel de 2 %. Si l'inflation augmente à 4 % d'ici cinq ans, la perte de pouvoir d'achat bondira à 119 000 \$, soit plus de 10 % de l'investissement initial. Ce lien explique pourquoi les taux obligataires évoluent normalement de pair avec l'inflation.

Les données récentes suggèrent que l'inflation a atteint un point d'inflexion. L'indice des prix à la consommation (IPC) est passé de 1,0 % à la fin de 2013 à 2,2 % au Canada et de 1,5 % à 2,1 % aux

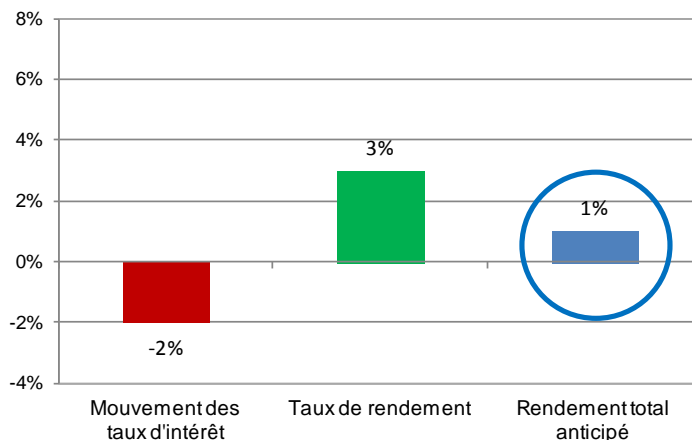
États-Unis. En mai, le prix de la viande était en hausse de 7,8 %, celui de l'énergie en hausse de 3,4 % et les coûts liés au logement en augmentation de 2,8 %. Les salaires, élément déterminant de l'inflation, progressent aussi. La masse salariale globale aux États-Unis, compte tenu de la hausse des salaires existants ainsi que de l'augmentation de l'effectif de la main-d'œuvre, accuse une forte hausse de 4,4 %. Au Canada, la masse salariale dans le secteur privé a augmenté de 3,7 % par rapport année dernière.

Les taux obligataires actuels ne compensent pas des hausses de prix de cette ampleur. De plus, les porteurs de titres à long terme seront les principales victimes de la prise en compte, dans les taux obligataires, d'une augmentation modeste de l'inflation.

Nous pensons que le rendement total des obligations sera de l'ordre de 1 % par an au cours des cinq prochaines années. Le rendement courant est estimé à environ 3 % par an, mais la baisse du capital causée par la remontée des taux d'intérêt à leur valeur fondamentale abaissera ce rendement de 2 % (Graphique 2).

Graphique 2

Prévision LBA : Obligations



Note: Prévisions de LBA pour le rendement total moyen sur un horizon de 3-5 ans.

Pourquoi les placements en actions sont préférables

Tout comme la croissance économique a ultimement un impact sur les cours des obligations en stimulant la demande de fonds, la croissance est le principal moteur de la rentabilité des entreprises et, par le fait même, de la hausse des cours des actions. Sur de longues périodes, la progression des profits tend à suivre le rythme de croissance économique nominale. La croissance des bénéfices peut cependant être supérieure ou inférieure à celle de l'économie à certains moments au cours d'un cycle.

Depuis 30 ans, les bénéfices des sociétés américaines ont généralement augmenté en moyenne plus rapidement que l'activité économique aux États-Unis. Ils ont maintenu une tendance haussière qui les a portés à des niveaux semblables à ceux des années 1940-1965 (Graphique 3). Nos recherches révèlent que deux facteurs expliquent l'accroissement des marges bénéficiaires depuis 30 ans : l'amélioration de la productivité et les taux d'intérêt.

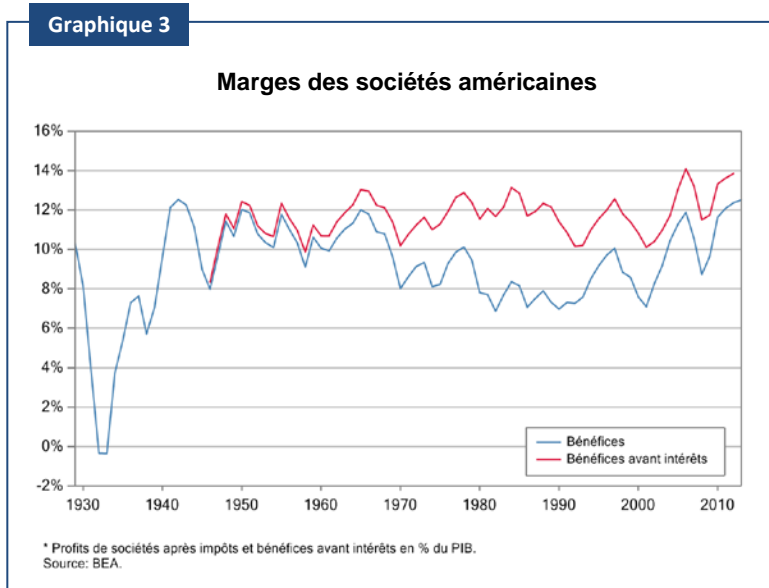
Les compressions des charges des entreprises et les progrès technologiques ont largement contribué à l'amélioration des marges bénéficiaires. La productivité, calculée d'après la production horaire, a plus que quadruplé depuis les années 1950. Depuis 15 ans, la population des États-Unis a augmenté de 40 millions d'habitants et la production des entreprises a progressé de 42 %, alors que le nombre d'heures travaillées dans le secteur privé n'a pas augmenté.

L'on entend souvent dire que la productivité a crû aux dépens des travailleurs puisque le rapport entre la masse salariale globale et le PIB a baissé de 49 % à 42 % depuis les années 1950.

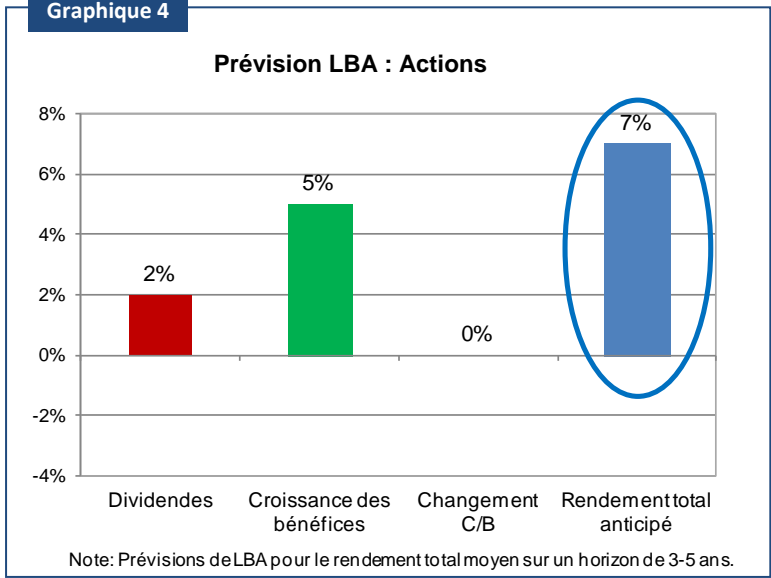
Cette idée repose sur un malentendu. En fait, la baisse de la masse salariale globale a été compensée par une augmentation des autres contreparties dont bénéficient les travailleurs, telles que les contributions des employeurs aux caisses de retraite et aux programmes de protection et d'assurance sociale.

Certains s'interrogent sur la viabilité à long terme des marges élevées actuelles. Les marges bénéficiaires avaient plafonné, juste avant 1970, à des niveaux semblables à ceux aujourd'hui. Elles ont ensuite amorcé une baisse prolongée qui a abouti à un creux de 7 % du PIB en 1990. Ce recul a été causé par les taux d'intérêt élevés et l'ampleur des coûts de financement qui ont prévalu pendant la majeure partie de cette période. En fait, les marges bénéficiaires avant les charges d'intérêt ont été remarquablement stables depuis la fin de la guerre mondiale (Graphique 3). Les marges sont actuellement élevées mais, dans une perspective historique, elles ne sont pas vraiment gonflées. Les marges bénéficiaires subiront tôt ou tard les effets de la hausse des taux d'intérêt mais leur impact sera graduel car les entreprises ont profité de la faiblesse des taux d'intérêt pour émettre une masse considérable de titres d'emprunt à long terme. La rentabilité ne subira donc les effets de la hausse des taux d'intérêt qu'avec plusieurs années de recul, lorsque les emprunts existants arriveront à échéance et devront être remplacés par des emprunts à des taux plus élevés.

Notre scénario de base pour les actions repose sur l'hypothèse de la stabilité des marges et des ratios cours-bénéfice. Comme le mentionnaient nos *Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers* de mars 2014, les ratios c-b, sur les marchés en développement comme développés, sont loin d'avoir atteint des niveaux de bulle. Les cours des actions refléteront donc les bénéfices des entreprises et, indirectement, la croissance de l'économie mondiale. Nous prévoyons une croissance réelle de 3 % et une inflation de 2 %, ce qui laisse entrevoir une amélioration annuelle de 5 % des bénéfices des entreprises. Avec des dividendes prévus de 2 %, les actions devraient donc produire, au cours des cinq prochaines années, un rendement de 7 % par an en moyenne, un chiffre nettement plus attrayant que le rendement prévu pour les titres à revenu fixe (Graphique 4).



Graphique 4



Notre stratégie d'investissement ne change pas. Nous maintenons une très courte durée pour nos portefeuilles obligataires et nous sous-pondérons les obligations dans les portefeuilles équilibrés. Nous pensons qu'un portefeuille composé d'actions soigneusement choisies continuera de dégager, à moyen terme, des rendements supérieurs aux quasi-espèces et aux obligations.

Dans ce texte, le « dollar » est le dollar US, sauf indication contraire.

Vous pouvez consulter les éditions précédentes de nos Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers sur notre site Web au www.lba.ca

Les présents renseignements ont été obtenus de sources que nous croyons fiables mais ne sont pas garantis par nous et pourraient être incomplets. Les opinions exprimées sont basées sur notre analyse et notre interprétation de ces renseignements. L'analyse de Letko, Brosseau et Associés Inc. comprend des prévisions explicites ou implicites qui pourraient ne pas se réaliser et même différer sensiblement de la réalité future. Il va de soi que, de par sa nature même, tout énoncé prévisionnel est incertain et comporte des risques inhérents.