

Letko, Brosseau & Associés Inc.

Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

Mars 2014

Sommaire

- L'amélioration progressive de la conjoncture économique dans les pays développés, menée par les É.-U., soutiendra la croissance mondiale en 2014.
- Les défis auxquels sont confrontées les économies émergentes sont de nature cyclique. Les fondamentaux de croissance à long terme demeurent robustes.
- La mauvaise affectation des capitaux en Chine constitue un risque, mais la situation est gérable et l'économie chinoise est résiliente.
- Les taux obligataires subiront des pressions à la hausse pour s'ajuster à une économie en expansion. Le rapport risque-rendement des titres à revenu fixe est insatisfaisant.
- Dans le climat d'investissement actuel, l'ajout de valeur requiert une analyse attentive des vecteurs de croissance des entreprises et des industries. Un portefeuille d'actions soigneusement diversifié produira des rendements plus élevés que les obligations et les quasi-espèces

L'économie mondiale progresse et la croissance semble vouloir s'accélérer grâce au dynamisme renaissant de l'économie américaine. Sur les marchés développés, sauf peut-être au Canada, l'activité repart et la relance du crédit devrait la soutenir. Dans les pays émergents, la conjoncture se stabilise ; leur croissance atteindra, en moyenne, deux à trois fois celle des pays développés au cours des trois prochaines années, même en l'absence de nouveaux apports de capitaux étrangers. Même s'ils s'aggravent, les risques financiers qui touchent la Chine ne devraient pas dérailler la reprise mondiale.

L'avance impressionnante des marchés boursiers mondiaux depuis deux ans s'appuie sur un regain d'optimisme quant à la solidité de la reprise mondiale. L'augmentation des multiples, l'un des principaux éléments ayant récemment entraîné la montée des cours, en témoigne. À leurs niveaux actuels, ceux-ci sont raisonnables. À long terme, le prix des actions dépend d'un facteur fondamental : la croissance de l'économie, l'élément principal et essentiel à l'amélioration des bénéfices des entreprises. Notre analyse des tendances économiques mondiales nous confirme que la toile de fond est favorable pour que les bénéfices puissent poursuivre leur progression.

Le monde présente, comme toujours, un grand choix d'occasions de placement. La meilleure façon d'en tirer parti est de déchiffrer quelles entreprises prospéreront dans la conjoncture actuelle et d'en prendre des participations à des prix raisonnables. Au contraire, le rendement fixe des obligations est minime et pourrait être trop faible pour compenser l'inflation. À moyen terme, nous continuons donc de préférer les actions aux quasi-espèces et aux

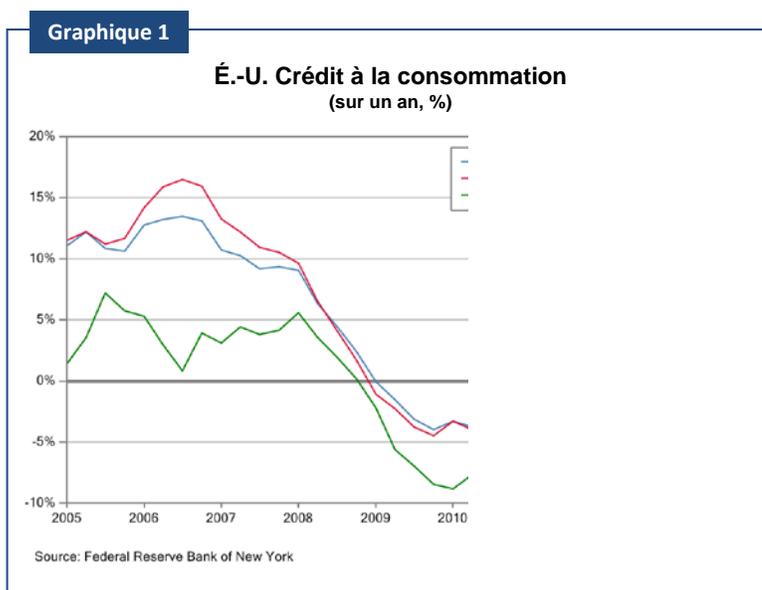
obligations.

Aux États-Unis, le crédit dans le secteur privé huilera les roues du progrès économique

Après une longue période de croissance décevante, freinée par l'élimination des excès d'endettement des secteurs privé comme public, l'économie américaine retrouve progressivement son souffle normal. Cette phase de stabilisation tire maintenant à sa fin. Au T4 2013, le PIB réel a crû de 2,6 % par rapport à l'année précédente, grâce aux soutiens des consommateurs (+3,3 %), de l'investissement résidentiel (+13,4 %), des investissements des entreprises (+3,8 %) et d'une amélioration de la balance commerciale (+11,4 %). Nous pensons que ces secteurs continueront d'appuyer la croissance en 2014.

Aux États-Unis, la consommation des ménages compte pour environ 70 % du PIB et les dépenses personnelles sont financées par le revenu disponible et l'emprunt. À l'issue de la crise financière, la progression du revenu disponible a été freinée par l'atonie du marché du travail. Les emprunts du secteur privé sont restés anémiques malgré des taux d'intérêt exceptionnellement bas et une politique monétaire accommodante. Plutôt que d'emprunter, les consommateurs ont remboursé leurs dettes, et les banques n'étaient guère disposées à prêter car elles devaient assainir leurs bilans. Certains indices montrent clairement qu'un tournant a été franchi à ces deux égards, et suggèrent que les dépenses de consommation sont appelées à s'accélérer.

Le rythme mensuel de création d'emplois s'est stabilisé à 187 000 en moyenne depuis un an. La progression annuelle du revenu disponible atteint 3,0 % en moyenne et elle devrait rester élevée puisque le marché du travail se raffermir. Simultanément, le crédit se desserre étant donné qu'autant l'offre que la demande augmentent. Le redressement du marché du travail et l'augmentation non négligeable de la valeur des patrimoines (favorisée par la remontée du prix des maisons et par la hausse des cours boursiers) rassurent les consommateurs et les encouragent à emprunter. Les banques, elles, sont mieux disposées à prêter, maintenant que la plupart d'entre elles ont assaini leurs bilans et atteint les ratios de fonds propres requis par Bâle III. La masse du crédit à la consommation a augmenté de 1,6 % depuis un an, la croissance des prêts automobiles sur carte de crédit atteint 5,7 % et les prêts hypothécaires sont en hausse de 0,2 % (Graphique 1).



Comme les consommateurs, les entreprises feront probablement de plus en plus appel au crédit car l'accroissement de la demande les obligera à faire des investissements considérables au cours des prochaines années. De plus, l'utilisation de la capacité de production atteint presque 80 %, en forte hausse par rapport au creux de 67 % du milieu de 2009. Ce haut taux d'utilisation est accompagné d'un vieillissement des actifs de production, dont l'âge moyen atteint aujourd'hui un sommet des 45 dernières années. À ce titre, il faudra aussi des investissements substantiels pour les rajeunir. Nous anticipons donc que les investissements devraient être très importants dans le secteur privé au cours des prochaines années.

Alors que la demande de fonds du secteur privé sera soutenue par les consommateurs et les entreprises,

les besoins du secteur public diminueront avec l'assainissement du solde budgétaire du gouvernement. Au niveau fédéral, le déficit a diminué de 9,3 % du PIB au T2 2009 à 3 % environ en 2014. L'entente bipartite adoptée à la fin de 2013 permet une réduction des coupures dans les dépenses futures. L'assouplissement de l'austérité éliminera l'effet de frein que le gouvernement exerce sur l'économie.

La consommation, les secteurs cycliques (logement, automobile, immobilisations) et l'amélioration croissante de la balance commerciale (baisse des importations, hausse des exportations d'hydrocarbures) soutiendront la croissance en 2014. Notre prévision de base situe la croissance du PIB réel américain à 2,5 %-3,0 % en 2014.

Le consommateur canadien reste surendetté

Alors qu'aux États-Unis, la croissance de l'emploi et du crédit soutiennent les dépenses des consommateurs, l'inverse se produit au Canada. Pour le moment, la progression des ventes au détail de 3,7 % à un rythme annualisé est similaire à celle du revenu disponible mais une plus faible croissance de l'emploi et du crédit freinera la consommation future des ménages.

La croissance de l'emploi affiche une tendance assez modeste de seulement 0,8 % sur une base annuelle. L'augmentation du crédit a ralenti de 6,3 % en 2010 à 4,5 % au dernier trimestre de 2013. Le ratio d'endettement (dette/revenu) des ménages plafonne à 162 %, ce qui laisse peu de place pour l'expansion du crédit.

Le marché du logement se ressent déjà du ralentissement du crédit. Les investissements liés au logement n'ont progressé que de 1,0 % en 2013, contre 8,7 % en 2012 et devraient demeurer moroses. Dans le segment non résidentiel, les investissements publics et privés manquent aussi de tonus ; ils ont augmenté de 3,0 % en 2013 mais, selon les intentions déclarées, ils ne progresseront que de 1,3 % en 2014 à cause de la faiblesse des prix des produits de base.

La faible croissance de la consommation et la progression modeste des investissements ralentiront la croissance mais ne devraient pas l'enrayer. En effet, la baisse à 0,88 \$ de la devise canadienne, niveau proche de la parité du pouvoir d'achat, accroît la compétitivité et stimule les exportations au moment même où l'économie se redresse aux États-Unis, le principal partenaire commercial du Canada. Par ailleurs, les autorités fédérales ont récemment conclu un accord de libre-échange avec la Corée du Sud et elles en négocient d'autres avec l'Union européenne, le Japon et l'Inde, ce qui élargira les débouchés du Canada. Enfin, les finances publiques sont en excellent état. Dès cette année, le gouvernement fédéral prévoit un excédent budgétaire (en excluant sa provision pour imprévus), et dispose donc d'une marge de manœuvre pour raviver l'économie en augmentant ses dépenses ou en réduisant les impôts.

Bref, nous pensons qu'à moyen terme la croissance au Canada demeurera inférieure qu'aux États-Unis et atteindra 1,5 %-2 % en 2014.

L'économie européenne se redresse peu à peu malgré des conditions de crédit difficiles

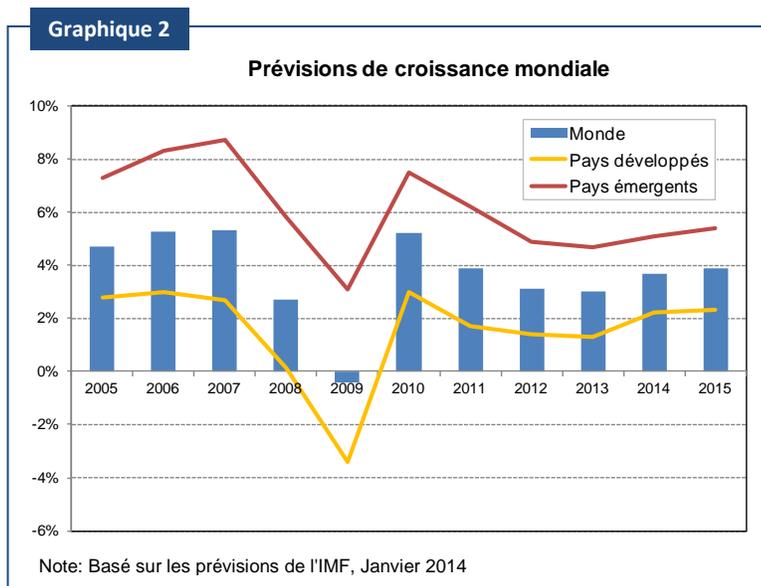
En Europe, les développements sont graduels mais rassurants. La plupart des pays sont sortis de la récession et les statistiques récentes indiquent une amélioration soutenue de l'économie. Les bénéfices des entreprises (excluant le secteur financier) ont été positifs au T3 2013, par rapport au T3 2012, pour la première fois depuis le milieu de 2011. Dans la zone euro, la production industrielle a augmenté au rythme annuel de 1,6 % en janvier. L'indice des responsables des achats du secteur manufacturier (PMI) a atteint 53,0 en mars et est sur une tendance haussière depuis 18 mois. L'amélioration des bénéfices des entreprises entraînera un redressement progressif du marché du travail, ce qui stimulera la consommation.

Mais en Europe, contrairement aux États-Unis, l'accès au crédit varie encore d'un pays à l'autre et selon les moyens et la qualité des emprunteurs car le système bancaire est toujours dans une phase de recapitalisation. Tel que mentionné dans nos Perspectives de décembre 2013, la situation du crédit reste morose dans la plupart des pays et freine encore sensiblement l'activité économique. La croissance du crédit est positive en Allemagne et en France, mais elle demeure négative sur une base annuelle en Italie, en Espagne, en Irlande, au Portugal et en Grèce. Toutefois, la standardisation entre pays des règles concernant les déclarations d'actifs dépréciés, l'amélioration du niveau de capitalisation des banques européennes et la reprise de l'économie jettent les bases pour une amélioration du marché du crédit au second semestre de l'année et au-delà.

Dans l'ensemble, l'économie de la zone euro progresse à un rythme de 0,5 %, conformément à notre attente d'une avance du PIB réel de 0 %-1 % en 2014.

La croissance mondiale s'accélère en dépit de tensions sur les marchés émergents

L'amélioration de la conjoncture des marchés développés, soutenue par un renouvellement du cycle du crédit, et la stabilisation des économies en développement sont prometteuses pour la croissance mondiale en 2014. Le FMI a récemment haussé ses prévisions pour le PIB réel mondial, qu'il a portées à 3,7 % pour cette année et 3,9 % pour 2015 (Graphique 2). Toutefois, l'augmentation des risques financiers en Chine requièrent qu'on se penche davantage sur l'économie de ce pays.



L'économie chinoise a grandi au rythme moyen de 10 % depuis 10 ans et son apport à la production mondiale atteint maintenant 15 %. Les progrès réalisés se sont surtout appuyés sur le développement rapide des infrastructures. À mesure que son économie progresse, la Chine doit réorienter sa croissance dans d'autres directions, telles que la production de biens à valeur ajoutée et la consommation.

Cette transition est d'autant plus difficile à opérer que l'affectation des capitaux au cours de la période des investissements massifs semble avoir été inadéquate. Les contraintes rigides auxquelles le secteur bancaire chinois est assujéti ont favorisé la création d'un système financier parallèle, le « shadow-

banking » qui, selon les estimations, fournit maintenant près de 50 % du nouveau crédit dans l'économie. Ces capitaux ont été consentis à des emprunteurs de qualité incertaine, puis combinés pour créer des produits d'épargne à taux élevés qui ont été vendus aux ménages chinois. La faillite de quelques emprunteurs et l'insolvabilité possible de plusieurs autres ont renforcé la crainte que des pertes massives dans le secteur financier n'entraînent une contraction du crédit et un ralentissement plus marqué de l'économie.

La situation en Chine est multidimensionnelle et complexe. L'État contrôle les grandes banques et la totalité du crédit. Il institue maintenant d'importantes réformes et nous voyons d'un très bon œil ses projets de création d'une garantie sur les dépôts bancaires et d'élimination du plafond sur le taux des intérêts versés par les banques aux déposants. Ces réformes devraient réduire la popularité du système parallèle et encourager

les déposants à revenir vers les banques traditionnelles. Mais elles priveront aussi les emprunteurs dont la solvabilité est douteuse de l'accès au crédit, entraînant la matérialisation des pertes. Toutefois, compte tenu de l'ampleur des réserves de devises de la Chine (4 000 milliards de dollars), l'État pourra facilement les absorber par l'entremise du système bancaire.

Comme l'État exerce ultimement le contrôle sur le volume des prêts, un gel du crédit similaire à celui qu'ont subi les États-Unis ou l'Europe est improbable. Il est plus probable que nous assistions plutôt à un ralentissement de la croissance du crédit, à un fort resserrement de la réglementation et à une affectation plus rationnelle des capitaux. Nous pensons que la croissance de la Chine n'en souffrira pas indûment. Un examen récent des statistiques sur la production industrielle fait ressortir, par rapport à l'année dernière, des améliorations de 23 % pour la production automobile, de 28 % pour les produits de cuivre, de 16 % pour les produits d'aluminium et de 11 % pour la production de ciment, alors que le volume du transport ferroviaire, routier et maritime a progressé de 5,2 %. Les fondamentaux économiques à long terme restent solides et un ralentissement modeste de la croissance en Chine dans les quelques prochaines années ne devrait pas modifier nos prévisions de croissance mondiale.

Bien que quelques pays en développement subissent actuellement un ralentissement cyclique, il convient de noter que la croissance agrégée anticipée de ces pays demeure de deux à trois fois plus forte que dans les économies développées au cours des prochaines années.

Survol des marchés obligataires et boursiers

La hausse des marchés boursiers mondiaux est impressionnante depuis deux ans. L'indice MSCI Monde a généré un rendement total de 44 % (en dollars canadiens). À l'inverse, le rendement des titres à revenu fixe a été insatisfaisant car les taux des obligations d'État à 10 ans ont augmenté de 51 points de base aux États-Unis et de 35 points de base au Canada, pour atteindre 2,72 % et 2,46 % respectivement. Les taux restent encore nettement inférieurs aux seuils de juste valeur et l'expansion économique continuera d'exercer sur eux des pressions à la hausse.

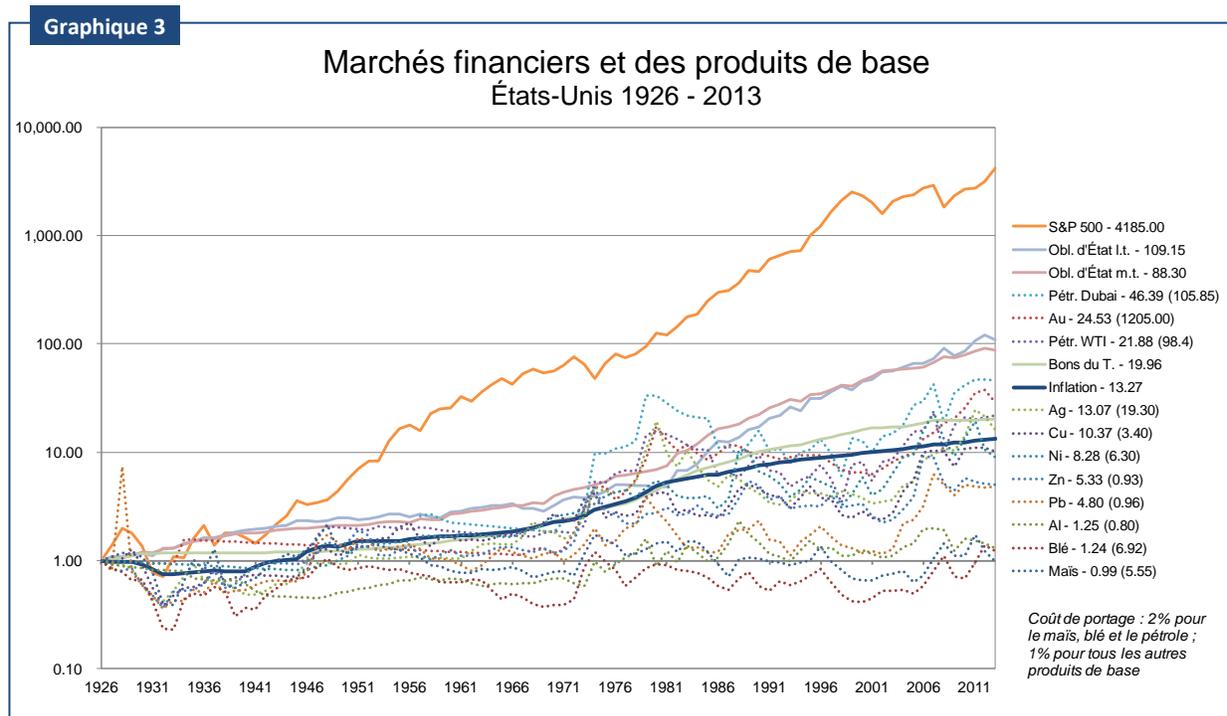
C'est en grande partie l'augmentation des multiples qui a causé la progression des marchés boursiers et les escomptes significatifs d'il y a deux ans se sont dissipés. Nos titres en portefeuille se négocient maintenant, en moyenne, à 13 fois les bénéfices prévus pour 2014. À long terme, le principal déterminant des cours est la croissance de l'économie, qui permet aux entreprises d'améliorer leurs chiffres d'affaires et leurs bénéfices. Tel que mentionné précédemment, nous prévoyons pour les pays développés comme émergents une croissance qui devrait entraîner une saine progression des chiffres d'affaires. Si les marges bénéficiaires se maintiennent ou ne baissent que peu, les bénéfices devraient augmenter au même rythme que l'économie mondiale.

Dans la conjoncture actuelle, la clé du succès dans les placements est une analyse détaillée et attentive de l'univers d'opportunités au niveau mondial. Nous réévaluons régulièrement le potentiel de croissance dans les secteurs où nous investissons. Dans le secteur bancaire, par exemple, les provisions pour pertes et autres coûts hérités de la crise financière continuent de baisser tandis que la demande de crédit augmente et que les marges d'intérêt s'améliorent. La Bank of America en est un excellent exemple : ses frais juridiques hérités, qui ont représenté 20 % des charges d'exploitation totales en 2013, devraient baisser à des niveaux plus normaux d'ici trois ans, avec un impact favorable important sur les résultats. Globalement, le potentiel d'appréciation de nos positions mondiales sur les banques est significatif.

Les occasions de placement prometteuses à long terme abondent dans divers secteurs. Les besoins insatisfaits sont énormes dans les domaines de la santé, des télécommunications et de la consommation d'énergie. Selon le cabinet de conseillers McKinsey, d'ici 2030, les besoins mondiaux d'investissements en infrastructures seront de l'ordre de 57 000 milliards de dollars. Également d'ici 2030, 3 milliards de nouveaux

consommateurs viendront renforcer la cohorte mondiale de la classe moyenne. À mesure que le niveau de vie dans les pays en développement se rapproche de celui des marchés développés, le taux de pénétration de divers biens de consommation augmente, ouvrant de nouveaux débouchés pour toute la chaîne d'approvisionnement, depuis l'innovation jusqu'au développement, et des produits de base aux produits finis.

Ce sont essentiellement les bénéfices réalisés par les entreprises sur les produits et services qu'elles créent pour répondre aux besoins de leur clientèle qui provoquent la hausse des cours de leurs actions. Ces cours traversent par moments des périodes de stagnation mais, à long terme, les actions produisent des rendements de loin supérieurs aux obligations et aux autres catégories d'actifs. Une somme de 1 \$ investie sur le S&P 500 en 1926 vaudrait plus de 4 000 \$ aujourd'hui, tandis que la même somme placée en obligations à long terme du Trésor des États-Unis ne vaudrait que 110 \$ (Graphique 3). En fait, l'économie ne pourrait fonctionner si les entreprises et les preneurs de risque n'étaient pas mieux rémunérés que les porteurs d'obligations d'État.



Pourvu que l'horizon d'investissement soit assez lointain pour permettre au cycle de création des bénéfices de se dérouler pleinement, le moyen le plus sûr d'atteindre des rendements élevés consiste à définir les domaines les plus prometteurs, à déterminer quelles entreprises sauront le mieux les exploiter et à payer un prix raisonnable pour des parts dans ces entreprises. Les titres à revenu fixe, eux, ne profitent en aucune façon des succès de l'économie et de l'innovation et, maintenant que l'économie progresse, leur rendement minime risque d'être insuffisant pour compenser l'inflation. Aussi continuons-nous de préférer à moyen terme des actions soigneusement sélectionnées plutôt que les quasi-espèces et les 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.