

Letko, Brosseau & Associés Inc.

Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

Letko, Brosseau & Associés Inc.

1800 avenue McGill College
Bureau 2510
Montréal, Québec H3A 3J6
Canada

Téléphone : 514-499-1200
800-307-8557

130 Adelaide Street West
Bureau 3200
Toronto, Ontario M5H 3P5
Canada

Téléphone : 647-426-1987
800-307-8557

La reprise économique mondiale est sur la bonne voie, et l'on observe un nouveau cycle d'expansion dans la plupart des régions du monde. Il faut maintenant évaluer l'ampleur de la prochaine phase du cycle économique, à compter de 2011. Il est donc primordial, dans cette perspective, de déterminer si le besoin de remédier aux déficits publics nuira à la reprise, et si un manque de confiance à l'égard des finances publiques entraînera d'autres perturbations sur les marchés financiers.

À notre avis, la reprise en cours est viable, bien qu'elle ne soit pas spectaculaire. Les déficits gouvernementaux, quoique considérables, peuvent néanmoins être financés, surtout grâce à la contraction de l'emprunt du secteur privé dans des économies développées telles que les États-Unis et le Royaume-Uni. En Europe, les événements importants survenus au cours des derniers mois sont pris en main de manière rationnelle, et il devrait être possible de les surmonter. Les déséquilibres très marqués en Grèce sont particulièrement inquiétants, et la voie vers la stabilité exigera des efforts soutenus. Les gouvernements ont acheté du temps afin de les réaliser.

Les forces économiques puissantes en présence dans les pays en développement devraient contrebalancer la consolidation en cours dans les pays développés, et l'économie mondiale devrait donc progresser. La faible demande actuelle dans les marchés des titres d'emprunt finira bien par se renverser, ce qui favorisera une hausse des taux d'intérêt, surtout dans un contexte de forte demande par les gouvernements. Le redressement à l'échelle mondiale sera accompagné d'une hausse des bénéfices des entreprises et d'une amélioration des marchés boursiers. Ces tendances ne doivent toutefois pas se mesurer en termes de semaines, mais bien d'années.



La reprise économique mondiale s'accélère

L'activité économique continue de progresser aux États-Unis, après la chute abrupte qu'avait entraînée la paralysie des marchés du crédit à la fin de 2008 et au début de 2009. Les entreprises se remettent petit à petit, comme l'illustre la croissance de la production industrielle, de 8 % supérieure au niveau enregistré en mai dernier. D'autres mesures d'évaluation de l'activité future, tels les nouveaux ordres de production, sont en hausse de 17 % par rapport à l'an dernier. Les emplois en usine créés au cours du premier semestre de 2010 se sont élevés à 136 000, contribuant ainsi aux gains d'emplois non agricoles de 880 000. Si ces données n'ont fait reculer que de 0,1 % le taux de chômage par rapport à l'an dernier, le nombre d'heures travaillées, lui, affiche 1 % de plus.

Nous demeurons convaincus que le niveau de l'activité économique justifie des gains supplémentaires au niveau des heures travaillées et de l'emploi, car le PIB nominal est actuellement de 0,3 % de plus qu'au sommet précédent atteint au deuxième trimestre de 2008, tandis que l'emploi total se maintient à 5,3 % de moins qu'à son sommet. Soulignons ici deux éléments importants. D'abord, la croissance de l'emploi est traditionnellement un indicateur retardé, et l'élan positif actuel est un signe prometteur. Ensuite, les gains au chapitre de l'activité précédent habituellement la création d'emploi, particulièrement dans les premières phases de la reprise, et sont à la source d'une amélioration notable de la productivité.

L'observation d'une vaste série de données économiques relatives aux États-Unis, établies sur une base annuelle, permet de cerner facilement les tendances vers un

redressement. Par exemple, les ventes au détail des trois derniers mois jusqu'en mai affichent une hausse de 8,1 % sur la même période l'an dernier. Autres exemples, le trafic aérien en mai était de 16,8 % supérieur à celui enregistré à pareille date l'année précédente et les ventes de véhicules depuis le début de l'année étaient en hausse de 17 %. Les camions ont transporté 6,2 % de tonnage supplémentaire pendant les cinq premiers mois de l'année. Le trafic ferroviaire intermodal était de 21 % de plus en mai et les reventes de maison affichaient une progression de 19 %. Cet échantillon de données illustre bien qu'il ne sera pas difficile de surmonter la faiblesse causée l'an dernier par la crise du crédit. De plus, d'autres preuves de cette tendance se manifesteront au fil de l'année.

Nous prévoyons donc une croissance d'environ 4 % du PIB réel en 2010. Cette progression s'appuiera sur les tendances positives en matière d'emploi, de revenu personnel et de dépenses. Les bilans des entreprises sont solides; les bénéficiaires ont augmenté de 33 % au premier trimestre et se situaient à seulement 4 % de moins qu'au sommet antérieur, enregistré au troisième trimestre de 2006. Le ratio stocks-ventes des entreprises a atteint au cours des derniers mois les plus faibles niveaux enregistrés en 10 ans. Ces facteurs devraient favoriser une croissance des investissements en matériel équipement et dans les stocks. Cependant, les investissements en structures telles que les immeubles commerciaux demeurent faibles et ce secteur ne devrait pas contribuer grandement au PIB avant que le cycle actuel ne soit plus avancé.

Exprimées en termes de revenu national, les dépenses du gouvernement ont augmenté de 3,3 % au premier trimestre par rapport à l'an dernier, mais les tendances entre les divers paliers de gouvernement ont commencé à diverger. Ainsi, les dépenses à l'échelle des états et des municipalités, qui représentent 60 % de l'activité gouvernementale, ont augmenté de 0,9 %. De la Californie à New York, les journaux ont fait leurs manchettes de l'ampleur des déficits et des efforts déployés pour réduire les dépenses. Par contre, les sondages réalisés auprès des Finances des états et des municipalités rapportent des tendances à la hausse des revenus. À l'échelle nationale, les dépenses ont augmenté de 7,2 % au cours du trimestre, les dépenses militaires à leur suite. Les dépenses fédérales devraient croître de 3,5 % pour l'année budgétaire se terminant le 30 septembre prochain, et ralentir l'an prochain pour passer à 2,3 %.

Le commerce international est un autre élément à prendre en compte en matière de prévisions du PIB. En avril, il y a eu 28 % de plus d'exportations et 29,5 % de plus d'importations qu'en avril 2009. Si la balance commerciale nette ajoute ou retranche à la croissance du PIB, le niveau d'activité que suggèrent ces données est très vigoureux par rapport à il y a un an, et aura certainement un effet d'entraînement sur l'ensemble de l'économie.

Tout compte fait, nous voyons peu de raison de ne pas maintenir notre prévision de croissance soutenue. La tendance que suivra l'épargne des consommateurs, selon qu'ils choisiront d'épargner plus ou moins, est un facteur qui pourrait provoquer un revirement de scénario de la croissance de 2010. Nous prévoyons en ce moment que le taux

d'épargne des ménages se maintiendra dans les alentours de 4 %. Si ce taux devait augmenter jusqu'à atteindre 6 % à la fin de l'année, cela aurait pour effet de réduire la croissance de 2010, qui passerait ainsi de 4 % à 3 %. Pour l'instant, nous restons dans le camp des 4 % de croissance.

Les tendances de la croissance observées un peu partout dans le monde appuient la thèse de la reprise économique. Au Canada, le PIB réel a affiché une hausse de 2,2 % sur l'an dernier à pareille date, soutenu par les gains réalisés aux chapitres des dépenses personnelles de consommation et de l'investissement dans le secteur résidentiel. Le marché de l'emploi au Canada a également rebondi; 215 000 nouveaux emplois ont été créés au cours des cinq premiers mois de l'année. L'emploi s'approche du niveau record enregistré en 2008. La croissance économique a également rebondi ailleurs dans les Amériques. Au Brésil, par exemple, le PIB réel a progressé de 8,9 % au cours des 12 derniers mois. Pendant la même période, l'économie du Mexique affichait une hausse de 4,3 %, tandis que de plus petits pays tels que le Chili, la Colombie et l'Argentine enregistraient des taux de croissance variant de 1,0 % à 2,5 %.

Le Japon profite de la forte reprise dans le reste de l'Asie, qui influe très positivement sur ses exportations. Ainsi, en avril les exportations japonaises ont bondi de 40 % et les échanges avec le reste de l'Asie, de 45 % sur l'an dernier. Ces données, auxquelles il faut ajouter de modestes augmentations de la consommation personnelle et des dépenses du gouvernement, ont poussé le PIB à une hausse de 4,2 % au cours des 12 derniers mois. Ailleurs en Asie, la croissance économique a également été vive. La Chine a

enregistré une hausse de 11,9 % de son PIB réel au premier trimestre, et l'Inde, de 8,6 %. En Malaisie, Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Indonésie, le taux de croissance du PIB réel a varié de 7 % à 13 %.

En Europe, la reprise économique a été suivie de très près et l'attention a été dirigée vers de soi-disant vulnérabilités dans la zone euro et divers enjeux minant les marchés de la dette souveraine. Néanmoins, l'activité économique a poursuivi sa progression – modeste, il est vrai – sur le continent européen, et les pays de l'UE ont vu leur PIB réel progresser pour un troisième trimestre consécutif. Le PIB réel du premier trimestre était de 0,5 % au-dessus

de celui de l'année précédente à pareille date. La consommation privée a pour sa part reculé de 0,2 % par rapport à l'an dernier, tandis que les investissements chutaient de 5,5 %. Les dépenses publiques ont néanmoins augmenté de 1,8 %, et les exportations nettes ont également contribué à la croissance. Le PIB réel a progressé de 1,3 % en France, de 1,5 % en Allemagne et de 0,3 % en Italie, tandis qu'il reculait de 0,2 % au Royaume-Uni et de 1,2 % en Espagne. La prévision de croissance pour la région s'établit entre 0,8 % et 1,3 % pour 2010 selon la Banque centrale européenne, tandis que le FMI prévoit un taux de 1,0 %.

La dette de la Grèce

La crise de la dette en Grèce et la volatilité des marchés financiers et de la monnaie européenne ont fait les manchettes pendant plusieurs semaines. Il n'est donc pas étonnant que de nombreuses questions aient été soulevées subséquemment au sujet des perspectives à plus long terme de cette région. Nous tenterons ici de voir au-delà des apparences, d'abord en passant en revue les événements clés, puis en tentant de faire la lumière sur trois grandes questions : Le secteur bancaire européen est-il vulnérable à une crise de financement qui aurait pour effet d'étouffer le crédit en Europe continentale ? La dette de la zone euro est-elle soutenable ? Les mesures d'austérité budgétaires proposées auront-elles une incidence notable sur les prévisions à moyen terme à l'égard de cette région ?

Les bouleversements ont commencé en Europe à la suite de la publication, en février, de rapports voulant que les statistiques économiques nationales de la Grèce ne

reflètent pas l'ampleur du déséquilibre budgétaire datant de plusieurs années dans ce pays. Puis, le 27 avril, une agence de notation annonçait une nette révision à la baisse de la cote de la dette du gouvernement grec, pour la porter en deçà de la cote de qualité, autrement dit « de pacotille », mentionnant entre autres facteurs la conjugaison d'un déficit très élevé – 13 % du PIB en 2009 –, un déficit attendu de plus de 8 % en 2010, et une dette publique élevée représentant 115 % du PIB.

Comme un grand nombre d'investisseurs institutionnels ne sont pas autorisés à détenir des obligations d'une telle cote, les investisseurs ont vite été pressés de vendre et les prix ont chuté d'environ 25 %. Les taux des titres à échéance de deux ans et de dix ans ont augmenté pour atteindre 18 % et 12 % respectivement. Compte tenu que les investisseurs étrangers détenaient environ 80 % de la dette du gouvernement grec, il est vite apparu que la Grèce ne pourrait

reconduire sa dette arrivant à échéance, ni financer son manque à gagner budgétaire. Pour compliquer davantage les choses, les craintes se sont multipliées au sujet de la position budgétaire des autres pays européens, notamment l'Italie, l'Espagne, le Portugal, l'Irlande, et même le Royaume-Uni. La situation a également soulevé nombre de questions au sujet de l'union monétaire elle-même.

Les autorités européennes et grecques ont réagi rapidement et, selon nous, de manière réfléchie, en proposant une facilité de prêt considérable liée à des réformes à l'échelle nationale en matière de dépenses publiques et d'imposition. La facilité de prêt comprenait un montant de 80 G€ accordé par l'UE et un montant supplémentaire de 30 G€ du FMI. Cette mesure devrait permettre à la Grèce de couvrir ses besoins de financement pendant les trois prochaines années. Les modalités de l'entente sont très rigoureuses, particulièrement pour la Grèce, où il est estimé que l'économie occulte, et non imposée, représente de 20 à 30 % de l'activité économique du pays. Le gouvernement grec a institué un régime de réduction des dépenses, y compris les salaires des fonctionnaires et les prestations de retraite et autres dépenses publiques. Il a également instauré diverses hausses de taxes, notamment des taux plus élevés de TVA sur une série de biens de consommation. Des efforts accrus sont déployés pour enrayer l'évasion fiscale, et le gouvernement a fait passer l'âge normal de la retraite à 65 ans, emboîtant ainsi le pas à d'autres pays, notamment la France et l'Allemagne.

D'aucuns ont fait part de leur scepticisme à l'endroit de la réussite de ce plan d'austérité, qui doit absolument être mené à bien à tous

les échelons. En effet, les Grecs n'accepteront pas que le coût de ces réformes soit imposé à une partie seulement de la population; cela mènerait au mécontentement social et à l'instabilité politique. Le gouvernement devra donc poursuivre sur sa lancée d'élargir sa base d'imposition. Ces mesures semblent avoir déjà donné des résultats, car le déficit budgétaire du pays a baissé de 38 % au cours des cinq premiers mois de l'année. L'objectif est de réduire le déficit pour le faire passer de 13,6 % du PIB qu'il était en 2009, à 3 % d'ici 2014.

À notre avis, les efforts consacrés à surmonter la crise sont très crédibles, à défaut d'être aisés. D'ici 2013-2014, le ratio de la dette au PIB devrait s'élever à plus de 140 % du PIB, tandis que les versements d'intérêts pourraient accaparer le tiers des recettes du gouvernement, ce qui est à peu près cinq fois plus qu'en Allemagne. On ne peut donc pas rejeter totalement l'éventualité de problèmes de crédit pour les détenteurs de titres d'emprunt de la Grèce, cependant la facilité de crédit accordée par l'UE et le FMI devrait soutenir la restructuration de la dette au cours des trois prochaines années. Heureusement, le gouvernement a été élu en 2009 et il lui reste donc suffisamment de temps pour mettre en place sa réforme budgétaire d'ici la fin de son mandat. Ajoutons également que l'intervention du FMI a déjà donné des résultats positifs dans des situations semblables. Par ailleurs, un taux de croissance à moyen terme légèrement supérieur à celui prévu par l'UE et le FMI améliorerait considérablement la position de la Grèce en matière de dette. En outre, la vente de participations dans diverses entreprises d'État pourrait également aider à réduire le passif du pays.

Autres défis à l'échelle européenne

Au vu de l'inquiétude des investisseurs à l'endroit d'autres pays tels l'Italie, l'Espagne, le Portugal et l'Irlande, l'UE et le FMI ont agi proactivement et créé une caisse commune de financement d'une valeur globale de 750 G€. Cette caisse commune est destinée à venir en aide aux pays européens qui pourraient éprouver des difficultés à recueillir des capitaux sur le marché obligataire. Une première tranche, de 60 G€, servira de fonds d'urgence, et les capitaux seront fournis par la Commission européenne. Les deuxième et troisième tranches, fournies par l'ensemble des pays de la zone euro et le FMI respectivement, s'élèvent à 440 G€ et 250 G€ et sont similaires à la facilité de prêt accordée à la Grèce. Les pays qui auront besoin d'emprunter de ces entités devront, pour avoir droit aux fonds, entreprendre un exercice de rééquilibrage budgétaire. Les facilités seront disponibles pendant trois ans et seront accordées sous réserve que le pays bénéficiaire respecte certains paramètres budgétaires. Ces plans d'urgence sont importants car le système financier européen est très intégré et le financement transfrontalier par rapport au PIB, qui a doublé au cours de la dernière décennie, représente aujourd'hui 80 % du PIB européen.

Cependant, la résistance des banques européennes à s'accorder des prêts entre elles est plus inquiétante dans l'immédiat pour la BCE. C'est que la crise grecque a fait naître la crainte d'une contagion aux autres pays faibles et endettés et, dernièrement, un test de sensibilité réalisé auprès des banques

européennes – dont les résultats seront publiés en juillet – a précipité ce gel. Par conséquent, la BCE a été très occupée à assurer l'intermédiation de fonds entre les banques d'Europe. Les prêts accordés par la BCE sont garantis par une vaste gamme de titres d'emprunt que les banques peuvent déclarer – obligations de gouvernements ou de sociétés, et hypothèques. Selon notre interprétation, la BCE est autorisée à poursuivre ce type d'activité à l'envi, ou jusqu'à ce que les marchés concernés se stabilisent. Le fait que la BCE puisse agir comme conduit de flux de fonds dans le marché des prêts interbancaires est très utile, et devrait permettre d'éviter la vente forcée d'actifs par les banques aux prises avec des difficultés temporaires en matière de liquidité. Aussi, à l'égard des enjeux auxquels font face les banques européennes en matière de financement, nous pensons que bien qu'il y ait des difficultés, les programmes et mécanismes sont en place, ou pourraient être mis en place, pour aider les institutions participantes et éviter un resserrement du crédit qui ne bénéficierait à personne.

Parmi les pays souvent considérés comme plus risqués et pouvant contribuer à une éventuelle contagion, mentionnons l'Italie, le Portugal, l'Espagne et l'Irlande. Cependant, chacun fait face à une situation particulière, qui diffère sensiblement de la situation de Grèce, et aucun de ces pays n'a à ce jour vu sa dette qualifiée de « pacotille », ce qui ne serait d'ailleurs pas justifié. Le tableau ci-après présente certains des paramètres les plus couramment évalués par les marchés.

		Grèce	Portugal	Irlande	Espagne	Italie	Allemagne	France
PIB 2009	Milliard €	239€	164€	164€	1 051€	1 521€	2 407€	1 922€
Déficit 2009	% du PIB	-13,6 %	-9,4 %	-14,3 %	-11,2 %	-5,3 %	-3,3 %	-7,5 %
Dettes brute 2009	% du PIB	115,1 %	76,8 %	64,0 %	53,2 %	115,8 %	73,2 %	77,6 %
Déficit 2010	% du PIB	-9,3 %	-8,5 %	-11,7 %	-9,3 %	-5,3 %	-5,0 %	-8,0 %
PIB2010	% croissance nominale	-0,2 %	1,6 %	-2,6 %	0,1 %	1,5 %	2,0 %	2,0 %
Dettes brute 2010	% du PIB	124,9 %	85,8 %	77,3 %	64,9 %	118,2 %	78,8 %	83,6 %

Selon nous, les membres de la zone euro font face à une situation qui est surmontable. Ainsi les déficits budgétaires courants en Espagne, au Portugal, en Italie, en Irlande et en Allemagne font l'objet de nombreuses mesures d'austérité. En outre, à l'examen du groupe que constituent les membres de la zone euro, le déficit devrait plafonner à 6,7 % du PIB cette année, et le ratio de la dette au PIB devrait s'établir aux environs de 87 % en 2013. À partir de ce moment, des mesures supplémentaires devront être adoptées pour réduire la dette globale et la ramener à un taux plus stable de 60 - 70 % du PIB.

Les événements difficiles de ces derniers mois ne doivent être interprétés, ni comme un

insuccès de l'Union Européenne, ni comme un échec de l'Euro. Il faut plutôt percevoir cet épisode comme une suite de défis normaux dans l'entreprise que représente la construction d'une nation. Les faits démontrent en réalité que la nouvelle Europe est une grande réussite. L'élimination de maintes barrières historiques a énormément contribué à la mouvance de populations, biens et services. L'existence d'une devise unique se veut la pierre angulaire de ces avancées. Il serait en outre incorrect d'assumer que les récents remous pourraient engendrer un abandon des immenses efforts consentis de la part des Européens afin de parvenir où ils en sont aujourd'hui.

Les conséquences de l'austérité

Pour finir, nous évaluerons ici l'incidence que pourraient avoir les mesures d'austérité sur les perspectives à moyen terme des pays développés d'Europe, des États-Unis et du Japon. À l'instar de la plupart des pays développés, les pays membres de la zone euro ont subi une contraction – induite par la récession – de leurs recettes fiscales tandis qu'augmentaient leurs dépenses. Par conséquent, la part des déficits dans le PIB a augmenté pour atteindre un taux global d'environ 6,3 % en 2009, chiffre qui devrait passer à 6,7 % en 2010. Les niveaux de la dette, mesurés en pourcentage du PIB, ont

également grimpé subitement, puisque le PIB baissait dans bien des pays tandis que les déficits y augmentaient. Pour l'ensemble de l'Europe, la dette est passée de 66 % du PIB en 2007, à 84 % en 2010.

Notre examen des budgets et des diverses mesures d'austérité annoncées à ce jour à travers l'Europe nous mène à conclure qu'au-delà de 2010, les dépenses gouvernementales nominales progresseront modérément – de 1 % à 1,5 % peut-être – pendant plusieurs années. En 2009, les dépenses gouvernementales ont totalisé 51 % du PIB dans la zone euro, contre 35 % aux

États-Unis et environ 40% au Canada. La moitié de ces dépenses était attribuable aux salaires des employés et aux paiements de transfert, tandis que l'autre moitié était affectée aux biens et services achetés par les gouvernements. Compte tenu des réductions annoncées dans les budgets courants et futurs, la croissance des dépenses des gouvernements demeurera faible. De plus, les dépenses de consommation en Europe demeureront sous pression en raison des baisses de salaires et d'avantages des membres de la fonction publique; l'inflation des salaires n'est guère susceptible d'accélérer si l'on tient compte du taux de chômage élevé dans bien des pays. Heureusement, le taux d'épargne des ménages a globalement augmenté d'environ 1,5 % au cours des deux dernières années, et il s'élève actuellement à un taux global vigoureux de 9,6 %; ce taux est de 16 % en France et de 12 % en Allemagne. Le taux d'épargne peut donc se permettre de baisser et de soutenir ainsi les dépenses. En outre, les données démographiques commenceront à exercer un effet restrictif; c'est que la croissance de la main-d'œuvre devrait se maintenir à un niveau à peu près nul au cours de la prochaine décennie, à moins de modifications importantes aux politiques d'immigration.

Nous estimons aussi que la zone euro devrait continuer de voir son PIB réel progresser, mais au vu du ralentissement des dépenses publiques cette croissance sera modérée et devrait s'établir entre 1 % et 2 %. Cette donnée correspond à nos prévisions d'octobre 2009, qui tenaient déjà compte de faibles dépenses publiques. Nous maintenons également nos prévisions à moyen terme à l'endroit des États-Unis pour 2011 et au-delà. Les deux grands secteurs qui peineront à progresser sont les dépenses de

consommation et les dépenses publiques. Au chapitre des dépenses de consommation, trois facteurs exerceront des pressions. D'abord, le rythme plus lent de croissance démographique au cours des cinq prochaines années; la croissance moyenne de la main-d'œuvre devrait être de 0,6 %. Ensuite, le taux d'épargne du consommateur demeure plutôt faible – il est de 4 % – et nous supposons qu'il passera à 5 % ou plus au cours des deux prochaines années. Enfin, les gouvernements veulent réduire leurs déficits et les consommateurs seront donc sans doute plus lourdement imposés. Les dépenses publiques, exprimées en termes nominaux, devraient demeurer très faibles à compter de 2011, si les États-Unis sont sérieux dans leur intention de réduire le déficit à 3 % du PIB d'ici le milieu de la décennie. Au vu de sa faiblesse extrême actuelle dans tous les secteurs, l'investissement ne pourra que s'améliorer à l'avenir. Toutes ces données réunies, nous prévoyons une croissance de 1 - 2 % du PIB réel et, si les ménages maintiennent leur taux d'épargne aux environs de 4 %, cette croissance pourrait bien passer à 2 - 3 %.

À l'échelle mondiale, le PIB réel devrait progresser que de 1 % à 2 % dans les économies développées, en raison des nombreux défis mentionnés précédemment. Inversement, les pays en développement bénéficient d'une croissance vigoureuse de la main-d'œuvre, de faibles niveaux d'endettement à l'échelle des gouvernements comme des ménages et d'une structure de coûts concurrentielle, autant de facteurs qui continueront de soutenir une croissance future vigoureuse. Compte tenu du poids respectif de ces régions, nous croyons que le PIB réel progressera de 2,5 % à 3,0 % au cours des quelques prochaines années.

Stratégie de placement : obligations médiocres contre actions hors pair

Notre stratégie en matière d'obligations n'a pas changé. Les taux d'intérêt demeurent historiquement faibles partout dans les pays développés et, en dépit d'une demande record de fonds de la part des gouvernements, les emprunts du secteur privé sont en territoire négatif. Aux États-Unis, dont les statistiques sont assez complètes et à jour, la demande globale de fonds, en pourcentage du PIB, est de 0 %, alors qu'elle était de 27 % au cours des trimestres précédant l'effondrement de 2008. Les taux ne pourront demeurer éternellement à leurs niveaux exceptionnellement faibles actuels, et ils augmenteront sans doute dans la foulée de la croissance économique.

Au Canada, la banque centrale a commencé à augmenter ses taux au mois de juin. Les taux des bons du Trésor de 3 mois sont maintenant de 0,5 %, contre 0,17 % plus tôt cette année. La Réserve fédérale des États-Unis n'a montré aucune intention d'augmenter les taux d'intérêt, et les bons du Trésor aux États-Unis affichent actuellement 0,16 %. Les taux des obligations du gouvernement à échéance de 10 ans ont chuté au cours des derniers mois, passant de 3,6 % à 3 %. Nos prévisions de taux d'intérêt supposent une normalisation de la courbe des rendements (l'écart entre les taux à court terme et les taux à long terme, de 2,77 % actuellement, recule aux environs de 1,7 %), et les taux commencent tranquillement à monter. Par conséquent, nos prévisions de rendement pour cette catégorie d'actif sont faibles. Nous maintiendrons ainsi notre sous-pondération en obligations et conserverons une durée plus courte que celle de l'indice de référence.

Du côté des marchés boursiers, nous sommes impressionnés de constater la vigueur de la reprise des bénéfices des

entreprises, et le caractère raisonnable des évaluations de marché. Aux États-Unis, les bénéfices des entreprises ont progressé de 33 % au premier trimestre et ils sont de 4 % à peine inférieurs aux niveaux record constatés avant la récente dégringolade. Nous supposons que le bénéfice par action du S&P 500 se remettrait au cours des cinq prochaines années pour s'établir entre 110 \$ et 130 \$. Ces données sont comparables à celles du sommet précédent de 2007 – 90 \$ – et à l'effondrement subséquent – à un peu plus de 60 \$ – en 2008. Soulignons également que les bilans sont assez vigoureux actuellement, et les soldes de trésorerie sont élevés. Les rendements des dividendes du S&P 500 sont aux alentours de 2,5 % et les perspectives d'une lente croissance dans les marchés matures suggèrent que les directions d'entreprises pourraient être enclines à hausser leurs dividendes. D'un point de vue macro économique, cela pourrait signifier que les rendements boursiers des cinq prochaines années pourraient s'établir entre 7 % et 14 %, y compris les dividendes, et sur la base d'un ratio cours-bénéfice de l'ordre de 12 - 16X.

Nous estimons que la qualité des occasions de placement que nous observons aujourd'hui est exceptionnellement élevée et bien illustrée par notre position dans Vodafone Group Plc. Vodafone est la plus grande entreprise de téléphonie cellulaire dans le monde, en termes de revenus, et deuxième après China Mobile pour le nombre d'abonnés. Le réseau de la société couvre la planète et comprend des marchés matures dans des pays développés aussi bien que des marchés en émergence comme l'Inde.

Aux États-Unis, la société détient une participation de 45 % dans Verizon Wireless,

l'entreprise la plus respectée selon le magazine *Consumer Reports*. Verizon Wireless est une entreprise très rentable, et l'on prévoit que sa dette sera entièrement payée en 2011, date à partir de laquelle nous pensons qu'elle commencera à distribuer des fonds à ses deux sociétés mères, Verizon Communications Inc. et Vodafone. Selon nous, Verizon Communications a un grand besoin de tels fonds pour verser ses propres dividendes. Quant aux versements nets à Vodafone, ils pourraient s'établir à 3 G£, ce qui correspond à peu près à ce que Vodafone paye actuellement en dividendes; la société n'a pas besoin de ces fonds, car ses flux de trésorerie actuels couvrent toutes ses obligations. Ces fonds pourraient alors être versés directement à ses actionnaires sous forme de dividendes. Le taux de dividende de Vodafone est actuellement de 6 % et la société s'est déjà engagée à le croître de 7 % par année au cours des trois prochaines années. De fait, Vodafone dispose de ressources qui lui permettraient de doubler

son dividende. Les actions se négocient actuellement à 8,6X les bénéfices prévus en 2010 et 5X le BAIIA.

Nous croyons que le secteur des télécommunications offre encore de très bonnes possibilités de croissance, particulièrement dans le marché de la téléphonie mobile. La prolifération des téléphones intelligents, du matériel de communications pour les ordinateurs portables et des mini-portables offerts à des prix de l'ordre de 300 \$ sont autant de gages d'une croissance soutenue pendant plusieurs années encore.

Vodafone est simplement un exemple des raisons qui nous poussent à croire que la qualité et le potentiel des placements en actions sont excellents en ce moment et devraient surpasser sans peine les obligations pendant plusieurs années.

À moins d'avis contraire, la devise utilisée est le dollar américain.

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