

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

145 King Street West
Bureau 2101
Toronto, Ontario M5H 1J8
Canada

Téléphone : 647-426-1987
800-307-8557

- Les marchés boursiers ont entamé l'année avec un fort redressement, fléchissant cependant au mois d'avril, alors que des doutes concernant l'économie européenne et l'Espagne refaisaient surface. Ces inquiétudes ne devraient pas surprendre puisqu'il faudra un certain temps pour que les conditions s'améliorent.
- La Banque centrale européenne (BCE) a pris des décisions musclées pour contribuer à la stabilisation du système bancaire européen et des marchés financiers. Celle-ci apporterait du soutien additionnel si cela devenait nécessaire. Pour l'ensemble de la région, les mesures d'austérité fiscale freineront la croissance économique en 2012. Le niveau élevé de l'épargne des particuliers devrait cependant atténuer les répercussions de ces ajustements et permettre d'éviter une récession plus marquée.
- Aux États-Unis, la reprise progresse lentement ; selon nos prévisions, le PIB réel américain augmentera modestement de 1,5 %-2,0 % cette année.
- La croissance dans les pays en développement continuera de soutenir l'expansion de l'économie mondiale.
- Après avoir atteint un point bas durant l'automne 2011, les taux d'intérêt ont commencé à remonter en mars aux États-Unis et au Canada, causant pour le mois des pertes en capital de -2,2 % et -1,0 %, respectivement, sur les obligations américaines et canadiennes à dix ans. Les obligations à long terme sont surévaluées et restent risquées.
- Les actions sont généralement étayées par des taux de dividendes attrayants et des cours raisonnables. Nous pensons qu'un portefeuille soigneusement diversifié d'actions de haute qualité produira, au cours des prochaines années, des rendements supérieurs à ceux des quasi-espèces et des obligations.



États-Unis : la reprise économique se consolide

L'économie américaine a progressé à un rythme modéré de 1,6 % au quatrième trimestre. Les dépenses des particuliers ont augmenté au même rythme que le PIB réel et les investissements sont restés robustes, en hausse de 7,8 % par rapport à l'année dernière. Les exportations ont augmenté de 5,1 % mais les importations de 3,6 % seulement, et les dépenses publiques ont baissé de 2,8 %.

Les États-Unis sur la voie d'une croissance modeste...

Le redressement du marché du travail s'est accéléré. En 2011, 2,1 millions d'emplois avaient été créés dans le secteur privé ; 628 000 autres s'y sont ajoutés dans les trois premiers mois de 2012. L'emploi augmente dans tous les secteurs, y compris la construction, et parmi les entreprises de toutes tailles. Nous pensons que cette reprise du marché du travail se poursuivra en 2012 et 2013. Les indicateurs avancés dans ce domaine laissent encore prévoir des améliorations importantes : le nombre d'heures travaillées croît plus rapidement que l'emploi du secteur privé (2,8 % contre 1,9 %) ; les emplois temporaires ont beaucoup augmenté (8,0 %) ; et l'indice ISM de l'emploi est nettement en territoire d'expansion (56,3).

La production industrielle de février a dépassé de 3,4 % celle de l'année dernière. Le taux d'utilisation de la capacité du secteur manufacturier a atteint 77 % ; la moyenne à long terme étant 79 %, ce chiffre laisse prévoir une progression continue des investissements de production. Par ailleurs, les commandes de biens durables ont augmenté de 8,5 % par rapport à l'année dernière et, à 54,5 pour mars, l'indice ISM des nouvelles commandes annonce un rapide gonflement des carnets de commandes. Dans le secteur des transports, les volumes ferroviaires sont en hausse de 2,2 % et les volumes routiers, de 6,8 %.

... avec un potentiel d'accélération s'il y a un rebond dans l'immobilier ou dans les salaires ...

Nos prévisions économiques pour 2012 reposent sur l'hypothèse d'une avance de 1,5 % de l'emploi et d'une modeste progression de 1,6 % des salaires. Sur ces bases, une augmentation de 3,0 %-3,5 % du revenu disponible soutiendra une croissance du même ordre des dépenses de consommation. Avec le maintien d'une forte croissance des investissements et la stabilité des dépenses publiques et de la balance commerciale, nous prévoyons que le PIB nominal grandira de 3,0 % à 4,0 % et le PIB réel, de 1,5 % à 2,0 %.

Ces prévisions ne tiennent pas compte de la possibilité d'une reprise dans les domaines du logement, de l'immobilier commercial et des infrastructures, ni d'une progression plus forte des salaires. Nos attentes de base comprennent une reprise des investissements dans le segment résidentiel pour 2013 et 2014, mais celle-ci pourrait intervenir plus tôt. De même, les investissements en locaux pour bureaux, immeubles commerciaux et autres bâtiments, qui n'ont que récemment commencé à resurgir d'un niveau historiquement bas, pourraient accélérer encore. Une poussée des salaires, qui n'augmentent actuellement que de 1,6 %, donnerait aussi un vif coup de fouet à la consommation et au PIB.

... mais les risques à la baisse incluent une contraction budgétaire et une remontée du prix du pétrole.

Nos prévisions comportent deux inconnues majeures que nous surveillons étroitement : une contraction budgétaire potentiellement importante si les politiciens à Washington ne parviennent pas à s'entendre avant la fin de l'année ; et le prix du pétrole, qui pourrait monter sensiblement en cas d'aggravation des tensions géopolitiques. L'ordre du jour du Congrès américain sera très chargé pendant la session de fin de mandat, après l'élection présidentielle. Les concessions fiscales de Bush (250 G\$) et les baisses d'impôt sur les salaires (120 G\$), qui représentent ensemble 2,4 % du PIB et 3,1 % des revenus après impôts, expireront à la fin de l'année. Si

aucune entente n'intervenait pour reconduire l'une ou l'autre de ces mesures, ou les deux, les revenus disponibles en souffriraient immédiatement et les États-Unis plongeraient alors en récession. D'autant plus que le gouvernement américain va une fois encore atteindre le plafond autorisé de la dette, peut-être dès la fin de l'année. Les négociations entourant le relèvement de ce plafond peuvent créer beaucoup de nervosité sur les marchés financiers, comme on a pu le constater durant l'été 2011. L'autre risque que comporte notre scénario de croissance est la possibilité d'une hausse du prix au détail de l'essence. À 4 \$ le gallon, les achats d'essence absorbent 14 % de l'augmentation du revenu après impôts du consommateur moyen. Au-dessus de ce prix, le coût de l'énergie commencerait à empiéter sur les autres dépenses en biens et services, ce qui ralentirait l'économie.

Europe : des progrès et moins d'incertitude

En Europe, l'économie a ralenti au second semestre de 2011 sous la pression de réactions négatives au problème touchant les dettes souveraines, et la croissance dans la région en a souffert. Le PIB réel s'est contracté de 0,3 % au quatrième trimestre. Pour l'année entière, toutefois, le PIB de la région a augmenté de 0,7 %. La croissance a été plus forte en Allemagne (2,0 %) et en France (1,4 %), mais faible dans les pays qui ont dû adopter des mesures d'austérité fiscale, y compris le Royaume-Uni (0,7 %), l'Espagne (0,3 %), l'Italie (-0,4 %), le Portugal (-2,8 %) et la Grèce (-7,5 %).

Comme l'expliquait notre lettre du trimestre dernier, des mesures importantes ont été adoptées pour stabiliser le système bancaire, pour gérer l'endettement souverain et pour renforcer l'Union. Nous pensons que les autorités européennes ont agi et continueront de prendre les mesures appropriées pour empêcher tout effondrement du crédit en Europe. Les indicateurs touchant l'agrégat monétaire large et le crédit continuent de grandir, bien qu'à un rythme très faible. Ces chiffres, combinés à des taux d'épargne des consommateurs encore substantiels – de l'ordre de 13 % – suggèrent que l'économie européenne évitera une contraction plus prononcée et prolongée. Elle reste exposée à une faible récession, mais notre hypothèse de base prévoit plutôt une croissance nulle du PIB en 2012.

L'Europe risque une récession mineure.

Deux mesures de soutien de la liquidité ont eu, pense-t-on, un impact particulièrement efficace pour alléger les pressions sur le système financier européen et amorcer une remontée des cours des actions européennes. Il y a d'abord eu, en novembre 2011, l'engagement de la Réserve fédérale américaine à fournir sans aucune limite des dollars américains aux grandes banques centrales du monde. Cette décision a permis à la Banque Centrale Européenne de proposer des swaps en dollars US aux banques européennes qui, sur le marché monétaire, subissaient une fuite massive du financement étranger dans cette monnaie. La liquidité offerte par la BCE sur le dollar US avec l'aide de la Réserve fédérale a permis d'éviter une contraction du crédit.

La BCE rétablit la stabilité du système financier.

Par ailleurs, la BCE a lancé une Opération de refinancement à long terme (ORLT) pour aider les banques européennes à se financer sans restriction pendant une période pouvant atteindre trois ans. Les banques peuvent déposer en garantie, auprès de leurs banques centrales respectives, toute une variété d'instruments en échange d'argent liquide, à un taux nettement inférieur (actuellement 1 %) à ceux que les marchés pourraient leur proposer. Les banques ont maintenant emprunté un total de 1 000 milliards d'euros par l'entremise de l'ORLT, dont environ 570 milliards d'euros de nouveaux financements et 430 milliards d'euros de reports d'échéances sur des ententes existantes.

L'adoption de ces mesures a changé la situation des États et des banques d'Europe vis-à-vis des marchés du financement. Les taux des obligations souveraines à dix ans ont chuté de 7,2 % en novembre 2011 à 4,9 % pour l'Italie et de 6,7 % à 5,2 % pour l'Espagne. Les banques européennes ont aussi pu recommencer à émettre des obligations non garanties ; au premier trimestre de 2012, elles ont ainsi levé 74,7 milliards d'euros comparativement à 57,6 milliards d'euros entre juin et décembre 2011.

Pour maintenir la confiance sur les marchés des titres souverains de la zone euro, les gouvernements devront poursuivre la lourde tâche de réduire les déficits publics tout en adoptant des politiques de stimulation. Les dépenses publiques baissent en termes nominaux en Italie et en Espagne. Globalement, les pays de la zone euro ciblent une réduction de 0,9 % de leur déficit combiné pour le ramener à 3,2 % du PIB en 2012 (voir le tableau). À titre de comparaison, les déficits prévus atteignent 9 % aux États-Unis, 3 % au Canada, 8 % au Royaume-Uni et 9 % au Japon.

| | PIB nominal 2011 | Déficit 2011 | Déficit 2012 | Déficit 2014 (selon le FMI) | Dette nette 2011 | Dette nette 2012 | Dette publique et privée 2011 |
|-----------|------------------|--------------|--------------|-----------------------------|------------------|------------------|-------------------------------|
| | En G\$ US | % du PIB | % du PIB | % du PIB | % du PIB | % du PIB | % du PIB |
| Irlande | 217 | -9 | -7 | -4 | 65 | 73 | 374 |
| Portugal | 239 | -6 | -5 | -2 | 76 | 82 | 335 |
| Grèce | 303 | -9 | -7 | -3 | 133 | 90 | 207 |
| Espagne | 1 494 | -8 | -5 | -4 | 46 | 50 | 274 |
| Italie | 2 205 | -4 | -1 | -1 | 100 | 100 | 224 |
| France | 2 763 | -6 | -5 | -3 | 63 | 66 | 225 |
| Allemagne | 3 569 | -1 | -1 | 0 | 52 | 52 | 177 |
| Zone euro | 13 093 | -4 | -3 | -2 | 61 | 62 | 226 |
| Canada* | 1 737 | -5 | -3 | -1 | 34 | 32 | 187 |
| R.-U. | 2 423 | -9 | -8 | -4 | 62 | 69 | 273 |
| Japon | 5 869 | -9 | -9 | -7 | 128 | 135 | 313 |
| É.-U. | 15 094 | -10 | -9 | -6 | 72 | 76 | 240 |

* Inclut les déficits fédéral et provincial.

Sources: Eurostat, OCDE, FMI, Federal Reserve Board, U.S. OMB, Ministère des Finances Canada, Statistiques Canada, Letko Brosseau

À plus long terme, en 2014, la situation de l'Europe devrait être nettement plus saine que celle des États-Unis. Le ratio dette publique-PIB de l'Europe se stabilisera à 64 % alors qu'il devrait augmenter à 86 % aux États-Unis. En outre, l'Europe approchera alors de l'équilibre financier tandis que, selon nos estimations, les États-Unis accumuleront encore des déficits de plus de 6 %.

Reste du monde : croissance économique stable

Au Canada, le PIB réel a augmenté de 2,2 % au quatrième trimestre, comparativement à l'année précédente. Les entreprises ont accru leurs investissements de 12,9 % et elles devraient les maintenir à un niveau robuste car les prix des matières premières restent élevés et la croissance est soutenue aux États-Unis. Selon un sondage de Statistiques Canada sur les intentions touchant les dépenses en immobilisations en 2012, les investissements devraient augmenter de 7,2 % cette année.

Après un solide départ au premier semestre de 2011, le marché du travail a perdu de sa fougue. En mars, la croissance de l'emploi a ralenti à 1,1 % comparativement à l'année dernière, et seulement 45,000 nouveaux emplois ont été créés depuis six mois. Pour 2012, nos prévisions de croissance pour le Canada sont de l'ordre de 2 % avec un scénario comprenant d'importants investissements en immobilisations, un faible taux de création d'emplois et l'absence d'un frein fiscal particulier.

Le Japon fait encore face aux incidences du séisme de mars 2011 mais son économie donne des signes de redressement. Le PIB réel a baissé de 0,6 % depuis douze mois, mais il a avancé de 1,5 % entre les troisième et quatrième trimestres de 2011. Le monde en développement n'est pas sorti indemne de la tourmente financière et les taux de croissance ont fléchi dans la plupart des pays vers la fin de 2011. Les PIB réels ont augmenté de 8,9 % en Chine, de 6,1 % en Inde et de 5,6 % en Indonésie. Les économies développées d'Asie ont quant à elles maintenu leur croissance avec des hausses du PIB réel de 5,2 % en Malaisie, de 3,6 % à Singapour, de 3,4 % en Corée du Sud et de 1,9 % à Taiwan. En Amérique du Sud, la croissance a ralenti à 1,4 % au Brésil mais elle s'est bien maintenue au Chili (4,8 %) et au Mexique (3,7 %). Dans les pays de l'Europe orientale, elle est restée forte aussi ; les PIB ont augmenté de 4,3 % en Pologne, de 8,2 % en Turquie et de 4,8 % en Russie. En fin de compte, le FMI continue de prévoir que l'économie mondiale grandira en 2012, mais il a ramené de 4 % à 3,25 % ses prévisions pour la croissance du PIB réel.

Croissance économique mondiale de 3,25 % prévue pour 2012.

Le rapport risque/rendement favorise les actions plutôt que les obligations

Aux États-Unis et au Canada, les taux d'intérêt ont fortement baissé l'été dernier et sont restés faibles jusqu'en mars 2012. Puis, récemment, ils ont monté de 45 points de base sur les obligations d'État à cinq ans, ainsi que de 20 points de base au Canada et de 40 points de base aux États-Unis sur les titres à 10 ans. Actuellement, les taux à cinq et à dix ans sont de 1,6 % et 2,2 % au Canada et de 1,0 % et 2,2% aux États-Unis. Dans les deux pays, ils restent inférieurs à ceux de juillet 2011 et nous pensons qu'ils vont poursuivre leur remontée vers une moyenne plus élevée. Notre exposition aux obligations demeure limitée et la durée de nos portefeuilles obligataires reste courte.

Partout dans le monde, les marchés boursiers ont monté et dépassent maintenant leurs niveaux de septembre 2011. L'indice MSCI Monde (en dollars canadiens) a avancé de 15,3 % depuis six mois et est maintenant de 3,4 % supérieur à son niveau de mars 2011. Depuis septembre 2011, les cours boursiers des titres américains ont monté plus fortement que ceux des autres marchés développés : S&P 500 +20,9 %; S&P TSX +8,1 %; DAX +20,2 %; CAC-40 +15,7 %; FTSE

Mars 2012

+12,8 %; Nikkei +5,0 %. Bien qu'ils aient augmenté avec la hausse des marchés, les ratios cours-bénéfice cadrent encore avec les moyennes historiques. Calculés sur les bénéfices anticipés de 2012, ils atteignent actuellement 13,4x pour le S&P 500, 12,9x pour le S&P/TSX et 10,8x pour le Bloomberg Euro 500. Le ratio cours-bénéfice moyen pondéré de nos cent principales positions s'établit à 11,5x et le taux de dividende moyen est de 3,3 %. Nous pensons que notre portefeuille d'actions est bien placé pour produire des rendements sensiblement plus élevés que les obligations et les quasi-espèces au cours des prochaines 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.