

Letko, Brosseau & Associés Inc.

Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

Une avalanche d'informations souvent contradictoires sur la conjoncture mondiale entretient actuellement l'inquiétude parmi les décideurs politiques et les investisseurs. Il est donc essentiel d'en dégager les lignes maîtresses pour ne retenir que les faits importants. Dans cette lettre, nous nous proposons donc de commenter quatre convictions qui déterminent notre vision du monde actuel et guident nos décisions de portefeuille.

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

D'abord, en dépit des inquiétudes, l'économie mondiale continue de progresser. Dans les pays en développement, les besoins insatisfaits sont encore immenses et ils stimuleront la consommation pendant de nombreuses années.

Deuxièmement, les débats entre régulateurs, politiciens et dirigeants du secteur privé visent à resserrer la discipline pour améliorer les institutions publiques et les entreprises. De vastes consensus se dégagent, en Europe et ailleurs, sur de nombreuses questions, comme sur l'importance d'une discipline budgétaire rigoureuse et sur l'imposition aux banques d'une réglementation plus stricte. Ces discussions révèlent aussi un aspect positif : elles ne remettent aucunement en question le principe que le secteur privé est le vecteur principal de la création d'emplois et de la croissance. Et il est rassurant de constater que, aux niveaux national comme international, la croissance reste au centre des délibérations.

En troisième lieu, les taux d'intérêt sont si bas au États-Unis et au Canada que le profil risque- rendement des obligations n'est guère attirant.

Quatrièmement, partout dans le monde, les cours des actions des entreprises de qualité sont modiques. Bien souvent, même, les dividendes dépassent les taux offerts sur les titres à revenu fixe.

Dans cette lettre, nous passons en revue les événements économiques mondiaux récents et nous présentons notre point de vue sur les perspectives boursières et obligataires.



Aux États-Unis : le redressement de l'économie suit son cours

L'économie américaine progresse selon notre prévision de base, soit une croissance de 1,5 %-2 %.

Le redressement de l'économie américaine se poursuit selon nos prévisions. Au premier trimestre de 2012, le PIB réel a dépassé de 2,0 % le chiffre correspondant de l'année dernière et le PIB nominal a affiché une progression de 4,0 %. Les secteurs qui ont contribué à cette amélioration sont la construction, le secteur manufacturier et la vente au détail.

Le secteur de la construction était en perte de vitesse depuis cinq ans ; il repart maintenant, et plus vite que l'ensemble de l'économie. Au cours des 12 mois se terminant en mai dernier, le niveau d'activité dans les secteurs résidentiel et non résidentiel a augmenté de 7,0 %. Selon plusieurs indicateurs, le marché du logement semble avoir enfin repris du souffle. Depuis 12 mois, les mises en chantier ont connu une hausse de 27 % pour atteindre 719 000 unités et les prix ont légèrement monté. Si la tendance se maintient, la confiance envers le marché du logement se raffermira et la demande augmentera. Les coûts de financement baissent encore et les banques commerciales se font plus accueillantes. Au cours des cinq derniers trimestres, elles ont assoupli leurs normes de crédit pour les prêts hypothécaires de premier ordre et leurs actifs hypothécaires ont augmenté de 5,9 % depuis 12 mois. Nous pensons que la construction résidentielle fera un apport positif à la croissance au cours des prochaines années.

Le secteur manufacturier est porteur, lui aussi. En mai, la production industrielle a dépassé de 4,5 % le chiffre de l'année dernière et les commandes de biens durables ont augmenté de 4,3 %. L'utilisation de la capacité de production atteint 79,0 % : la moyenne à long terme dans le secteur manufacturier. Cette reprise a été soutenue par une accélération progressive des investissements en immobilisations et par le dynamisme de la demande de biens de consommation durables. De plus, les entreprises américaines ont les moyens de continuer à investir ; selon un sondage mené par ISI auprès de sociétés américaines dont les chiffres d'affaires combinés représentent 10 % du PIB national, 39 % de ces entreprises ont l'intention d'accélérer leurs investissements en immobilisations au cours des douze prochains mois. Elles peuvent se le permettre car leur rentabilité est élevée ; à l'échelle du pays, les bénéfices ont augmenté de 6,5 % depuis douze mois.

Les statistiques mensuelles sur les ventes au détail ont été robustes au cours des deux dernières années. En mai, l'amélioration par rapport à l'année dernière s'est chiffrée à 5,7 %. Dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, les dépenses ont été soutenues aussi. Dans le secteur automobile, les ventes de véhicules neufs étaient en hausse de 11,8 % en nombre d'unités et de 8,9 % en dollars ; dans les domaines liés au logement, les dépenses ont augmenté de 6,3 %. Depuis 17 mois, la croissance des dépenses en biens et services de consommation (4,5 %) dépasse celle des revenus après impôts (3,4 %), l'écart ayant été comblé par une baisse du taux d'épargne, de 5,2 % à 3,9 %. Nous prévoyons maintenant que la progression des dépenses de consommation se stabilisera au niveau de celle du revenu disponible, soit environ 3 % - 3,5 %.

La construction, le secteur manufacturier et la vente au détail contribuent à la croissance.

La reprise américaine continue aussi sur le marché du travail, mais la création d'emplois a ralenti au deuxième trimestre. L'effectif global s'est enrichi de 97 000 emplois par mois en moyenne pour les trois derniers mois, mais le secteur privé a créé 105 000 emplois en moyenne. Selon les indicateurs avancés, l'amélioration devrait continuer : les emplois temporaires sont en hausse de 8,5 % ; les heures travaillées augmentent plus rapidement que les emplois (2,3 % contre 1.8 %) ; et le sondage mené par ISI indique que 42 % des entreprises américaines s'attendent à renforcer leurs effectifs. L'emploi reste en bonne voie pour progresser d'environ 1,5 % cette année.

Comme le mentionnait notre dernière lettre, nos prévisions de croissance sont subordonnées au risque d'un ralentissement fortuit lié à la fiscalité. Les coupures d'impôt de Bush et les réductions des impôts sur les salaires doivent expirer à la fin de 2012 ; si les politiciens à Washington ne parviennent pas à s'entendre pour les reconduire, la fiscalité s'alourdira sensiblement en 2013. Par exemple, le taux applicable aux dividendes passera de 15 % à 44 % et celui des gains en capital montera de 15 % à 24 % dans le cas de la tranche d'imposition la plus élevée. Par ailleurs, des compressions générales dans les dépenses prendront effet en janvier 2013. L'alourdissement potentiel global de la fiscalité serait de l'ordre de 600 milliards de dollars, l'équivalent de 4 % du PIB et de 22 % des rentrées de fonds actuelles du gouvernement fédéral. Enfin, l'on prévoit que le plafond de la dette fédérale sera de nouveau atteint en novembre ou décembre.

La question quant à un possible resserrement fiscal demeure en suspens.

L'impact éventuel de ces circonstances sur l'économie et les marchés financiers est difficile à prévoir. Nous voulons croire que, quelle que soit l'issue de l'élection, le risque que l'indécision provoque une récession en 2013 obligera les parties en cause à négocier une solution. Dans notre scénario de base, donc, les taux d'imposition augmenteront lentement au cours des cinq prochaines années au lieu de monter brusquement à la fin de 2012.

En fin de compte, nous continuons de nous attendre, pour 2012, à une croissance de 1,5 % à 2,0 % du PIB réel aux États-Unis. Mais la reprise pourrait être renforcée par divers facteurs, tels qu'une amélioration des échanges avec l'étranger, soutenue par le prix du pétrole actuellement plus bas et par un ralentissement des importations d'énergie, ou une reprise plus forte que prévu dans le secteur du logement, ou encore un dynamisme accru dans le domaine des investissements.

Europe : dans la bonne direction

Les problèmes des marchés financiers européens ont ébranlé la confiance des consommateurs et des entreprises de la région. Il n'est donc pas surprenant que la croissance du PIB réel de la zone euro ait ralenti. À la fin du premier trimestre, l'économie de la zone tournait au même rythme que dans l'année précédente ; la demande intérieure avait baissé mais la balance commerciale s'était améliorée. Maintenant, la croissance se poursuit en Allemagne, en France, en Autriche et en Belgique mais elle est négative dans les autres pays. Les données pour l'Allemagne dépassent celles des pays voisins, avec un PIB réel en hausse de 1,2 % depuis un an. Hors de la zone, le Royaume-Uni est en récession ; son PIB réel a baissé pour quatre des six derniers trimestres mais il n'a pratiquement pas changé (-0,1 %) depuis un an.

L'Europe connaîtra une modeste récession cette année.

Les indicateurs économiques récents pour la zone euro dénotent cette faiblesse. Les ventes au détail sont en baisse de 1,6 % pour l'ensemble de la région. Le chômage a augmenté de 1,1 % depuis douze mois et il atteint maintenant 11,1 % ; la seule exception est l'Allemagne où il a baissé de 6,0 % à 5,6 %. La production industrielle a chuté de 1,9 % et, tant dans les secteurs manufacturier que non manufacturier, les indices des directeurs des services d'achat rejoignent leurs points bas de 2009. L'aversion au risque accrue des banques, des entreprises et des ménages a fait baisser la demande de fonds dans le secteur privé. Les prêts aux ménages et aux secteurs non financiers se resserrent à des rythmes respectifs de -0,5 % et -0,7 % depuis douze mois. Nous prévoyons une modeste récession pour la zone euro cette année. Malgré le contexte économique difficile que reflètent les données actuelles, l'absence de déséquilibres économiques importants dans la zone euro, le niveau d'épargne élevé, ainsi que les interventions musclées de la Banque centrale européenne (BCE) pour prévenir un resserrement du crédit à grande échelle, devraient permettre à l'économie européenne d'éviter une récession plus profonde.

Le malaise dont souffre l'Europe est la conséquence directe des incertitudes touchant son aptitude à stabiliser son système bancaire et ses marchés des emprunts d'État. Le signe le plus évident en est la disparité, selon les pays, des taux des obligations d'État à 10 ans : l'Allemagne peut emprunter à 1,6 % tandis que l'Italie et l'Espagne doivent offrir respectivement 5,8 % et 6,3 %.

L'Europe réoriente son attention vers des mesures axées sur la croissance.

La BCE, les États et les institutions européennes sont éminemment conscients de l'urgence de rétablir la confiance dans le système bancaire de la région pour éviter un effondrement du crédit ou un exode des dépôts. C'est pourquoi les bilans des banques européennes ont été soumis à deux reprises, en 2010 et 2011, à des *stress tests*, ou simulations de crise. La BCE a aussi adopté des mesures à long terme lui permettant de créer des liquidités illimitées pour financer le système bancaire. Les États européens ont récemment accepté de refinancer les banques espagnoles avec une ligne de crédit de 100 milliards d'euros ; c'est la première fois qu'un dépannage de ce type est offert. À la fin de juin, les décideurs européens ont pris l'engagement majeur de créer, d'ici la fin de 2012, une autorité paneuropéenne de réglementation des banques. Cet organisme pourra refinancer directement les banques à même des fonds mis à sa disposition par le FESF et le MES. Le refinancement des banques espagnoles sera d'ailleurs géré par cette nouvelle entité. Des entretiens se poursuivent aussi sur la création d'un système d'assurance-dépôts à l'échelle de la zone euro.

Depuis deux ans, les discussions au sein de la zone ont été concentrées sur l'adoption de programmes d'austérité visant à réduire les déficits publics ; elles se réorientent maintenant aussi vers des moyens de stimuler la croissance dans la région. L'une des décisions les plus récentes a été d'augmenter le capital de la Banque européenne d'investissement (BEI), dont le mandat est de consentir des prêts à long terme pour financer des investissements en immobilisations majeurs. Ce nouvel apport permettra à la BEI de porter son bilan de 400 milliards à 460 milliards d'euros. Par ailleurs, 60 milliards d'euros ont été ajoutés à la fin de juin aux mesures de stimulation adoptées, portant le total à 120 milliards d'euros, l'équivalent de 1,3 % du PIB nominal. Ces sommes, qui seront décaissées au cours des

Le déséquilibre extérieur s'améliore.

prochaines années, pourraient entraîner une augmentation du PIB de la zone euro d'entre 0,3 % et 0,5 % pour chacune des trois prochaines années.

La zone euro a encore amélioré sa balance commerciale et le solde de son compte courant. Pour l'ensemble de la zone, ce solde représente 0,1 % du PIB, un léger excédent et une amélioration de 0,7 % du PIB par rapport à l'année dernière. Les pays membres dont le déficit du compte courant est régulièrement élevé l'ont réduit depuis cinq ans : pour l'Espagne, il est passé de -10,3 % à 3,3 % du PIB ; pour le Portugal, de -12,3 % à -5,4 % du PIB ; et pour la Grèce, de -15,3 % à -9,6 % du PIB. Simultanément, l'excédent massif de l'Allemagne a baissé de 7,4 % à 5,7 %. Ce resserrement des écarts des comptes courants internes est rassurant car il réduit les besoins de financement entre les membres de la zone et renforce la stabilité des marchés financiers. Comme nous prévoyons que les hausses de salaires seront plus fortes en Allemagne qu'ailleurs, cette tendance devrait persister.

Les décideurs politiques européens sont très évidemment déterminés à soutenir l'euro mais ils ont besoin de temps pour instituer les réformes structurelles requises. En attendant, la BCE et les autres institutions européennes conjuguent leurs efforts pour résoudre les problèmes de liquidité. Elles offriront de nouveaux soutiens au besoin. Les populations européennes sont majoritairement favorables à l'Union et massivement en faveur du maintien de l'euro. L'évolution politique requise pour renforcer l'union monétaire se poursuit. Nous pensons, pour notre part, que le déficit budgétaire de la zone euro baissera à quelque 2 % d'ici deux ans. Le ratio d'endettement sur le PIB devrait se stabiliser alentour de 67 % et le solde du compte courant sera probablement nul. Dès lors, l'Europe devrait être engagée sur une voie plus stable et maintenir sa croissance à son potentiel de 1,5 % à 2,0 %.

Pour l'économie mondiale, une croissance modérée

Au Canada, la croissance s'est maintenue l'année dernière et le PIB réel a augmenté de 1,8 %. Cette expansion s'appuie sur l'augmentation des dépenses des particuliers et des investissements résidentiels favorisée par une forte amélioration du marché du travail. Quelque 49 000 emplois par mois – un nombre impressionnant – ont été créés au cours du trimestre écoulé ; l'emploi a augmenté de 1,2 % depuis un an et le taux de chômage a baissé à 7,3 % actuellement. Globalement, les salaires ont augmenté de 3,3 % au cours de la même période. Pour 2012, nous prévoyons que le PIB réel du Canada augmentera de 2,0 % environ en moyenne.

Ailleurs dans le monde, le PIB réel a progressé de 2,7 % par rapport à l'année précédente au Japon, dont l'économie se remet progressivement des effets du séisme dévastateur de 2011. Dans le monde en développement, la croissance a ralenti mais elle reste nettement supérieure à celles des pays développés. Depuis 12 mois, le PIB réel a augmenté de 8,1 % en Chine et de 5,3 % en Inde. En Amérique latine, il a brusquement chuté à 0,8 % au Brésil alors que, dans d'autres pays, la croissance se poursuit à des rythmes annuels de 4 % à 6 %. Elle est du même ordre en Europe de l'Est, où elle atteint 4,9 % en Russie, 5,2 % en Turquie et 3,5 % en Pologne. La prévision du FMI pour la croissance mondiale en 2012 est de 3,5 %, essentiellement grâce au dynamisme du monde en développement.

Le FMI anticipe une croissance mondiale de 3,5 % en 2012

Marché obligataire : une bulle ?

Les taux ont été entraînés vers des creux historiques par :

une faible demande de prêts, l'intervention de la Fed, un exode vers les placements refuge, et l'appariement des actifs et des passifs par les caisses de retraite.

Mais une accélération de l'économie aux É.-U., des progrès continus en Europe, et des modifications législatives visant les fonds de pension pourraient déclencher un revirement négatif pour les obligations.

Au Canada, les taux obligataires sont à leur plus bas niveau de leur histoire remontant jusqu'en 1872. Depuis 15 mois, le cours de l'obligation du Canada à 4 % échéant en 2041 est passé de 105 \$ à 135 \$, en hausse de 29 %. À quoi les obligations doivent-elles des hausses aussi spectaculaires sur une si courte période et qu'est-ce qui pourrait déclencher l'éclatement de cette bulle ?

D'abord, la faiblesse de la croissance a causé une baisse de la demande de prêts au cours des cinq dernières années. Aux États-Unis, les mobilisations de fonds dans le secteur non-financier – c'est-à-dire les emprunts et les émissions d'actions – ont baissé de 14,7 % du PIB en 2007 à 10,1 % l'année dernière ; le secteur privé a boudé les emprunts et concentré ses efforts sur le remboursement des dettes. Ce type d'activité est fréquemment lié à des baisses de taux d'intérêt.

Par ailleurs, la peur d'un défaut sur des emprunts souverains en Europe et la remise en question de la viabilité de l'euro, sinon de l'Union européenne elle-même, ont incité les investisseurs, petits et grands, à chercher des valeurs refuges telles que les obligations du Trésor américaines ou les obligations d'État canadiennes ou allemandes.

Troisièmement, la Réserve fédérale a augmenté la taille de son bilan en procédant à des achats de bons du Trésor américain. En 2007, la Fed détenait 741 milliards \$ en obligations d'État, ce qui représentait 5,3 % du PIB. En date de mars 2012, elle détenait désormais 1 661 milliards \$ en bons du Trésor et 933 milliards \$ en obligations d'agences américaines, pour un total de 16,8 % du PIB. L'intervention massive de la Fed a indéniablement contribué à faire baisser les taux.

Finalement, il y a la tendance des caisses de retraite à réduire les risques auxquels de nouvelles baisses des taux d'intérêt pourraient les exposer ; leurs efforts pour appairer l'échéance de leurs actifs à celle de leurs engagements à longue date ont certes soutenu le marché obligataire. À mesure que les taux reculent, les taux d'actualisation des prestations futures baissent aussi, ce qui entraîne une hausse de la valeur actualisée des engagements et oblige les promoteurs des régimes à augmenter leurs cotisations annuelles. Beaucoup de caisses de retraite remédient à ce problème en augmentant la part des obligations à long terme dans leur portefeuille pour adosser leurs éléments d'actif et de passif. Comme la valeur des obligations à long terme évolue dans le même sens que celle des prestations actualisées, cette stratégie réduit la volatilité des écarts de consolidation de la caisse et, par conséquent, celle des cotisations.

Nous pensons que c'est la combinaison de ces facteurs qui a fait baisser les taux d'intérêt à des niveaux jamais vus, aux États-Unis et au Canada. Qu'est-ce qui pourrait crever cette bulle ? Le scénario qui suit nous semble plausible.

Une accélération de la croissance aux États-Unis y contribuerait. Une augmentation de 1 % ajouterait 160 milliards de dollars au PIB. Nos prévisions de base correspondent à une croissance de 1,5 % à 2,0 %. Par contre, certaines circonstances pourraient se combiner

pour favoriser un scénario plus optimiste de croissance de 2,5 à 3,0 %. Un 1 % de croissance additionnelle pourrait surgir d'une amélioration plus marquée du compte courant causée par une baisse des importations d'énergie, d'une reprise plus dynamique que prévu dans le secteur du logement, et d'une accélération plus rapide des investissements dans l'industrie manufacturière, dans le secteur des forages pétroliers et de la construction non résidentielle. Dans ces domaines, la reprise est déjà amorcée et elle pourrait s'accélérer. Or, dans le contexte d'une croissance de 2,5-3 % du PIB réel et d'une inflation de 1 % ou plus, un taux de 1,6 % sur les titres du Trésor à 10 ans serait inhabituel et défierait les acheteurs d'obligations. De plus, une amélioration de la conjoncture aux États-Unis pourrait avoir des répercussions favorables sur les efforts de l'Europe pour apaiser les craintes et alléger les pressions favorisant un exode des capitaux.

Enfin, l'assouplissement de la réglementation aux États-Unis devrait réduire l'obligation qu'ont les promoteurs de régimes de retraite de faire des contributions additionnelles. Le *Highway Bill* récemment adopté aux États-Unis contient une clause concernant les caisses de retraite ; elle leur permet de calculer la valeur de leurs prestations futures à un taux d'actualisation fondé sur une moyenne mobile des taux obligataires sur de plus longues périodes, au lieu de la moyenne des deux dernières années seulement. Ceci augmente sensiblement le taux d'actualisation et réduit la valeur actualisée des prestations futures. Comme la plupart des caisses américaines accusent un déficit de solvabilité qu'elles doivent combler, cette mesure va permettre aux entreprises de réduire leurs cotisations en espèces à leur fonds de pension durant les prochaines années. Cela pourrait potentiellement se traduire par une diminution de la demande d'obligations à long terme.

Il serait difficile d'évaluer avec précision l'impact que ces changements auraient sur la demande d'obligations à long terme mais nous pensons que, ensemble, ils auraient des effets importants. Sans doute est-il inutile de préciser que, en ce qui concerne les obligations, nous restons très prudents ; nous en avons peu et leur durée moyenne demeure courte.

Les actions sont plus avantageuses et offrent un meilleur potentiel de valorisation

Les cours des actions continuent d'évoluer à l'inverse des marchés obligataires. Partout dans le monde, ils ont reculé depuis la fin du premier trimestre. L'indice MSCI mondial (en CAD) a perdu 3,0 % depuis la fin de mars 2012 et il ne dépasse plus que de 0,4 % son niveau de l'année dernière. Depuis un an, le S&P 500 a surclassé presque tous les autres marchés ; il a gagné 10,2 %, comparativement à -10,3 % pour le S&P TSX, -19,9 % pour le DAX, -22,6 % pour le CAC-40, 0,9 % pour le FTSE et -0,2 % pour le Nikkei.

Les rendements anticipés pour les actions excèdent ceux des obligations et des quasi-espèces.

Les taux de dividende des sociétés canadiennes, américaines et européennes dépassent sensiblement ceux des obligations gouvernementales à 10 ans et les ratios cours-bénéfice sont attrayants. D'après les bénéfices prévus pour 2012, le ratio cours-bénéfice moyen s'établit à 12,8 pour le S&P 500, 12,6 pour le S&P TSX, et 10,3 pour le Bloomberg Euro 500. Les actions européennes, surtout, semblent souffrir de prévisions économiques indûment

négligentes et leurs évaluations sont anormalement basses, proches des creux de 2009. Il est intéressant d'observer que, alors que de nombreux investisseurs privés et institutionnels semblent avoir liquidé leurs actions européennes, plusieurs sociétés canadiennes ont décidé, depuis quelques semaines, d'acheter leurs concurrentes européennes. C'est le cas, notamment, de Couche-Tard avec une OPA sur l'entreprise scandinave de commerces de proximité de Statoil ; de l'acquisition par Fairfax Financial de Brit Insurance Limited ; de l'achat par le Groupe CGI de l'entreprise de services TI Logica d'Anglo-Dutch ; de l'acquisition par CAE d'Oxford Aviation Academy au Royaume-Uni ; de la prise de contrôle de StarBev, la brasserie d'Europe de l'Est, par Molson Coors ; ou de l'offre de la société d'ingénierie québécoise Genivar sur British WSP.

Nous conservons des positions importantes sur diverses grandes sociétés d'envergure mondiale qui sont bien placées pour bénéficier de la poursuite de la croissance de la consommation sur les marchés émergents, où que soit domicilié leur siège social. Nos portefeuilles sont largement diversifiés sectoriellement et géographiquement et ils contiennent des titres soigneusement choisis dont les cours sont raisonnables. Sur nos 100 principales positions, le ratio cours-bénéfice moyen pondéré est de 10,8 et le dividende moyen est de 3,5 %. Nous avons tout lieu de penser que le rendement de nos portefeuilles d'actions dépassera à moyen terme celui des quasi-espèces et des obligations.

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.