

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

- Soutenue surtout par le secteur manufacturier et les investissements des entreprises, la croissance aux États-Unis se poursuit conformément à nos prévisions; elle devrait atteindre 2 % en 2012 et 1,5 %-2 % en 2013.
- La zone euro traverse une période de récession, qui devrait toutefois être mineure et brève. La conjoncture monétaire, fiscale et structurelle de la zone s'améliore progressivement.
- Dans le monde en développement, la croissance a ralenti mais les stimulants fiscaux et monétaires adoptés laissent prévoir une reprise en 2013. Les pays émergents continueront de soutenir l'expansion de l'économie mondiale.
- Les obligations à long terme sont surévaluées et comportent des risques. Nous restons sur la défensive.
- Dans l'ensemble, les actions sont attrayantes, avec leurs dividendes substantiels et leurs cours raisonnables. Nous pensons qu'un portefeuille soigneusement diversifié, composé d'actions de sociétés de qualité, produira dans les prochaines années des rendements supérieurs aux quasi-espèces et aux obligations.



États-Unis : croissance selon nos prévisions

La croissance s'est poursuivie aux États-Unis à un rythme soutenu au deuxième trimestre de 2012. Le PIB réel a augmenté de 2,1 % par rapport à l'année précédente et, en termes nominaux, l'économie a progressé de 3,9 %. Les dépenses des consommateurs ont légèrement monté, de 3,6 %, mais les investissements ont augmenté au rythme impressionnant de 12,2 %. Les dépenses publiques se sont maintenues et l'apport des échanges commerciaux a été neutre.

*États-Unis :
croissance prévue
de 1,5 – 2,0 % en
2013 ...*

La création d'emplois a ralenti depuis le début de l'année, passant de 226 000 par mois en moyenne au T1 à 146 000 au T3. L'emploi a augmenté de 1,4 % par rapport à l'année dernière et il devrait continuer de croître à un rythme similaire pendant le reste de l'année. L'inflation salariale a ralenti à 1,7 % pour les 12 derniers mois. Globalement, les rémunérations ont augmenté de 3,3 % au T2 ; à 4,1 %, la hausse a été forte dans le secteur privé mais elle n'a atteint que 0,2 % dans le secteur public. Les indicateurs avancés suggèrent que la création d'emplois continuera. L'indice d'emploi de l'ISM (Institute for Supply Management) s'établit à 53,5 (à plus de 50, cet indice annonce une progression) ; les emplois temporaires ont augmenté de 8,9 % par rapport à l'année dernière et les heures travaillées dans le secteur privé progressent plus rapidement que les emplois (2,3 % contre 1,8 %).

La production et les dépenses en biens restent particulièrement dynamiques. Les consommateurs américains ont réduit leurs dépenses en services au profit des biens, probablement à cause de l'amélioration du marché du travail et de la détente de la demande refoulée pendant la récession. La consommation de biens a augmenté de 6,1 % depuis 12 mois et les ventes d'automobiles neuves ont progressé de 17,3 %. Au cours de la même période, soutenus par la progression des bénéfices (6,1 %), les investissements en machines et matériel des entreprises ont monté de 9,9 %. Le secteur manufacturier se porte bien : en juillet, la production industrielle avait augmenté de 4,6 %. Les livraisons routières et ferroviaires (hors charbon et céréales, qui ont respectivement souffert du bas prix du gaz naturel et de la sécheresse) ont respectivement progressé de 5 % et de 3 %. Enfin, depuis un an, l'effectif de la main-d'œuvre dans le secteur manufacturier a augmenté de 180 000 emplois, soit 10 % de tous les emplois créés aux États-Unis.

*... soutenue par le
secteur
manufacturier, les
investissements
des entreprises et
le marché du
logement.*

Les progrès du secteur de la construction ont ranimé l'espoir d'une reprise dans le domaine du logement. Dans la construction non résidentielle (immeubles de bureaux et infrastructures), les dépenses ont augmenté de 6,4 % par rapport à l'année dernière ; la construction résidentielle est en hausse de 12 % et les mises en chantier de maisons ont fait un bond de 24 %. D'évidence, le secteur du logement bénéficie à la fois de la détente de la demande refoulée et de la faiblesse exceptionnelle des taux d'intérêt. Le taux fixe pour un emprunt hypothécaire de 30 ans est 3,40 %, comparativement à 5,04 % en moyenne en 2009. Les prix des maisons se sont stabilisés ou augmentent depuis un an et les ventes de maisons existantes sont en hausse de 9,3 %. Nous pensons que cette activité va accélérer dans les deux prochaines années et que la création d'emplois reprendra prochainement dans ce secteur.

Nos prévisions centrales pour l'économie américaine n'ont pas changé : la croissance du PIB réel devrait atteindre 2 % en 2012 et 1,5 %-2 % en 2013. La création d'emploi devrait continuer au rythme actuel ; les hausses de salaires resteront faibles et le revenu disponible devrait augmenter de 3,0 % à 4,0 %. Si le taux d'épargne ne change pas, les dépenses des consommateurs augmenteront au même rythme que les revenus. Quant aux investissements des entreprises, ils devraient se maintenir car les bénéfices sont élevés et les bilans, solides. Enfin, nous pensons que le secteur du logement se réveille et qu'il contribuera de plus en plus à la croissance de l'économie.

Comme nous l'avons déjà souligné, le principal facteur d'incertitude touchant nos prévisions pour les États-Unis est la paralysie à Washington à l'égard du budget. Plusieurs allègements fiscaux expireront à la fin de l'année et le gouvernement américain devra une fois de plus approuver un relèvement du plafond de sa dette. Si aucun accord n'intervient, de lourdes hausses d'impôts et des coupures dans les dépenses gouvernementales prendront automatiquement effet. Globalement, l'incidence de ces mesures atteint 600 milliards \$ – environ 4 % du PIB – une somme si énorme que nous pensons qu'un accord sera conclu à temps.

L'économie mondiale poursuit sur sa lancée

En ligne avec les États-Unis, l'économie canadienne a progressé de 2,5 % par rapport à l'année dernière au T2. En termes nominaux, les dépenses des consommateurs et le revenu disponible ont augmenté à des rythmes similaires : 3,1 % et 2,9 % respectivement. Les dépenses publiques n'ont grandi que de 0,6 % car les gouvernements fédéral comme provinciaux s'emploient à réduire leurs déficits. Dans le secteur résidentiel, les investissements ont augmenté de 10,0 % au T2 par rapport à l'an passé, mais les dernières statistiques semblent annoncer un ralentissement sur ce marché. Les investissements en immobilisations sont en forte hausse de 9,8 % pour les 12 derniers mois. L'emploi a augmenté de 1,0 % et le taux de chômage se maintient à environ 7,3 % depuis six mois. Nous prévoyons pour le Canada une croissance de 2 % en 2012 et en 2013, étayées par de solides investissements des entreprises, des dépenses de consommation modérées et un frein fiscal assez faible.

Canada : une croissance similaire à celle des É.-U.

Au Japon, le PIB a augmenté de 3,5 % au T2, en grande partie pour combler le retard causé par le séisme de 2011. En Chine, après avoir atteint 10,4 % en 2010, la croissance a fléchi à 7,6 % ; le ralentissement a été du même ordre de grandeur dans la plupart des pays émergents. Le FMI prévoit, pour les pays émergents ou en développement, une croissance du PIB réel de 5,3 % en 2012, contre 7,5 % en 2010. Pour la stimuler, la plupart des pays en développement ont renforcé leurs programmes de dépenses publiques et/ou abaissé leurs taux à court terme. Compte tenu de ces mesures et des perspectives de reprise dans la zone euro pour 2013 après une légère récession, le FMI prévoit une expansion réelle de 3,3 % de l'économie mondiale pour 2012 et de 3,6 % pour 2013.

L'Europe poursuit sa marche vers l'avant

Zone euro : la plupart des économies en récession.

En Europe, les statistiques économiques ne sont pas bonnes. La plupart des membres de la zone euro sont en récession et les indicateurs coïncidents n'annoncent encore aucune amélioration. Au T2, le PIB réel de la région a baissé de 0,4 % par rapport à l'année dernière. L'activité progresse encore en Allemagne, en France, en Autriche et en Finlande, dont les PIB réels respectifs ont grandi de 1,0 %, 0,3 %, 1,0 % et 0,6 %. Mais la croissance a été négative dans les autres principaux pays : -2,5 % en Italie, -1,0 % en Espagne, -0,5 % aux Pays-Bas. L'indice des directeurs des achats (indice PMI) pour le secteur manufacturier, à 45,1 en août, laisse prévoir une nouvelle dégradation de la production au T3.

En Europe, des progrès accomplis à plusieurs niveaux :

La faiblesse de l'économie européenne au T2 résulte, bien sûr, des problèmes politiques qui ont exacerbé l'incertitude chez les investisseurs. Les élections grecques et françaises, la dissolution du gouvernement néerlandais et, en Espagne, les tensions financières et la nécessité de restructurer le capital des banques ont accru le malaise. La faiblesse des résultats économiques n'est donc pas surprenante.

... politique monétaire

Mais les mesures politiques encourageantes adoptées semblent avoir eu un impact important sur le sentiment des investisseurs. Le président Mario Draghi de la Banque centrale européenne a déclaré le 26 juillet que la BCE était déterminée « à faire ce qu'il faudra pour préserver l'euro ». La BCE semble donc prête à employer tous les outils monétaires dont elle dispose pour corriger le dysfonctionnement de certains marchés de dette souveraine. Au début de septembre, elle a annoncé les détails d'un nouveau programme dit « d'opérations fermes » prévoyant l'achat d'obligations d'État sur les marchés secondaires. Cette mesure vise à abaisser les taux d'intérêt pour les pays membres qui adoptent des réformes fiscales et économiques, mais dont les taux d'emprunt demeurent excessifs et insoutenables. La BCE pourra faire des achats illimités d'obligations à court terme émises par tout État qui aura préalablement demandé une aide et qui se conformera aux exigences fiscales.

... juridique

Au niveau juridique, le Mécanisme européen de stabilisation (MES) a fait un grand pas en septembre quand le tribunal constitutionnel allemand a annulé une injonction contre la mise-en-place de ce fonds de sauvetage permanent de 500 milliards €. Le MES, qui devrait entrer en fonction dès octobre, sera accessible à tous les membres à court de liquidités. Contrairement au programme des opérations fermes de la BCE, le MES pourra acheter des obligations sur le marché primaire et financer directement les déficits et les remboursements d'emprunts de ses membres en difficulté.

... politique

Du point de vue politique, en dépit des protestations du public contre l'austérité en Grèce, en Espagne et ailleurs, les pouvoirs de décision relèvent de partis favorisant la défense de l'euro. Les Français ont élu en avril un gouvernement qui veut redéfinir la stratégie fiscale de l'Europe pour stimuler la croissance plutôt que d'imposer une austérité rigoureuse, mais reste favorable à l'intégration de l'Europe. En juin, les Grecs ont enfin rejeté un parti politique populiste qui prônait la répudiation de l'accord de sauvetage qui avait été négocié. Enfin, en septembre, les électeurs néerlandais ont donné un mandat solide aux partis en faveur de

l'intégration européenne et sensiblement réduit le nombre de sièges parlementaires attribués au parti eurosceptique.

Les gouvernements de la zone euro veulent encore réduire leurs dépenses mais, pour certains, l'économie nationale est trop faible pour atteindre les objectifs de déficit adoptés. En Grèce, par exemple, du début de l'année à juillet, le déficit a dépassé l'objectif initial de 4,2 % du PIB. Comme les dépenses ont été conformes aux prévisions, ce sont apparemment des recettes trop faibles qui expliquent l'écart. Dans l'ensemble, les perspectives fiscales de la zone euro sont plutôt rassurantes : le déficit par rapport au PIB de la région devrait être inférieur cette année à celui de 2011 et la situation s'améliorera encore en 2013.

... fiscal

En dépit de la morosité des prévisions économiques pour 2012 et 2013 en Europe, nous discernons certaines tendances structurelles favorables, y compris des signes timides d'un resserrement de l'écart de compétitivité entre les pays du Nord et du Sud. Le coût unitaire de la main-d'œuvre en Allemagne est supérieur à la moyenne européenne depuis deux ans tandis qu'il a baissé en Espagne, au Portugal, en Irlande et en Grèce. De plus, depuis le T1 de 2011, les salaires ont augmenté plus vite en Allemagne que dans presque tous les autres pays de la zone euro. Si cette divergence persiste, une inflation plus élevée dans le Nord et une productivité accrue dans le Sud réduiront les inégalités des performances économiques. Nous observons aussi un ajustement structurel au niveau des échanges ; les déséquilibres commerciaux baissent depuis quelques années entre l'Allemagne et les autres membres de la zone euro, à l'exception de la France.

... structural

La convergence des progrès réalisés dans les domaines monétaire, juridique, politique, fiscal et économique justifie notre opinion que l'Europe est sur la bonne voie, malgré les obstacles. Comme nous l'avons déjà souligné, nous ne faisons pas de placements dans les gouvernements ni les économies européennes, mais dans des entreprises dont le siège social se trouve en Europe. Généralement, ces entreprises sont des leaders mondiaux dans leurs domaines de compétence respectifs et très actives au niveau international. L'agrégation des chiffres d'affaires et des bénéfices avant intérêts, impôts et amortissements de nos 30 plus importantes positions européennes montre que ces entreprises font hors d'Europe, en moyenne, 40 % de leur chiffre d'affaires et une proportion du même ordre de leurs bénéfices. En moyenne, leurs actions se négocient à 10 fois le bénéfice de 2012 et produisent des dividendes de 5 %.

Obligations : la prudence est de mise

Le ratio risque/rendement des obligations continue d'être défavorable. Les taux n'ont pratiquement jamais été aussi faibles au Canada et aux États-Unis : ceux des obligations du Trésor à 30 ans s'établissent à 2,32 % et 2,82 % respectivement. Les taux réels sont donc presque négatifs et les placements en obligations entraînent une dégradation progressive du pouvoir d'achat, en plus d'un risque de perte en capital si les taux augmentent, même faiblement.

*Le profil
risque/rendement
pour les
obligations est
inadequat.*

Septembre 2012

Il est possible que les taux d'intérêt demeurent faibles pendant une période prolongée. La Réserve fédérale américaine a annoncé une troisième campagne d'achats de titres d'emprunt hypothécaire pouvant atteindre 40 milliards \$ par mois, pour accélérer la reprise de l'économie. En Europe, les achats illimités d'obligations que le Programme d'opérations fermes permet à la BCE de faire devraient contribuer à contenir les taux d'intérêt, surtout dans les pays du sud de la zone euro. Les investisseurs étrangers sont encore très actifs sur le marché obligataire canadien ; du début de l'année à juin, ils en ont acheté pour environ 33 milliards \$, dont 19 milliards \$ ont abouti dans les coffres du gouvernement fédéral. Comme les émissions du Trésor n'ont totalisé qu'environ 16 milliards \$ pour la même période, les interventions des investisseurs étrangers ont clairement contribué au maintien de taux faibles au Canada.

Une augmentation des taux, même modeste, entraînera une perte en capital.

Aussi valables que soient ces arguments sur la persistance de bas taux, nous soutenons que les placements en obligations à long terme ne sont pas avantageux. Un simple exemple le montrera. Si les taux le long de la courbe de rendement changent peu pendant deux ans, puis montent ensuite de 1 %, le rendement total de notre portefeuille d'obligations atteindra +0,9 % alors que celui de sa référence, l'indice obligataire DEX Univers, sera de -2,5 %. Dans l'éventualité où les taux resteraient faibles pendant cinq ans avant d'augmenter de 1 %, le rendement total de notre portefeuille surpassera de 2,9 % celui de l'indice. Qui plus est, ces scénarios ne tiennent pas compte des risques que les banques centrales prennent en tolérant une inflation légèrement plus forte pour stimuler la demande intérieure.

C'est pourquoi nous nous méfions des perspectives pour les obligations et nous pensons qu'il vaut mieux en limiter leur pondération dans les portefeuilles et maintenir une courte durée.

Les actions demeurent notre placement de choix

Les actions sont étayées par les flux de trésorerie des compagnies, les niveaux d'évaluation et les rendements de dividende.

Les bourses mondiales se sont redressées au T3 ; l'indice MSCI-Monde (net, en dollars canadiens) a avancé de 3,0 % entre la fin de juin et la fin de septembre et il dépasse de 15,1 % son niveau d'il y a un an. Les effets combinés des bénéfices corporatifs élevés, des politiques monétaires accommodantes et de l'amélioration de la conjoncture en Europe ont stimulé l'intérêt des investisseurs pour les actions. La progression des cours a cependant été inégale selon les régions durant les 12 derniers mois : S&P 500 + 23,3 % ; S&P TSX +9,2 % ; DAX +20,0 % ; CAC-40 +6,7 % ; FTSE +14,6 % ; Nikkei +2,6 %.

Notre exposition aux marchés boursiers continue de dépasser la moyenne depuis la fin de la récession mondiale en 2009. Dans l'ensemble, les perspectives des entreprises se sont sensiblement améliorées depuis et, dans bien des cas, leurs bénéfices frôlent ou dépassent leurs sommets antérieurs atteints en 2007, alors que les cours de leurs actions sont encore d'environ 20 % inférieurs à leurs sommets. Nous pensons que les actions se négocient à des cours raisonnables et produisent des dividendes attrayants.

Nos portefeuilles sont bien diversifiés, géographiquement et sectoriellement, et nous surveillons étroitement les risques touchant l'évaluation des sociétés dont nous détenons des

actions en appliquant les principes d'investissement fondamentaux que nous avons adoptés dès notre fondation, il y a 25 ans. Nous privilégions les entreprises participant à l'économie réelle dont les bénéfices devraient se maintenir ou augmenter au cours des trois à cinq années suivantes. Nous définissons nous-mêmes nos attentes sur l'évolution de leurs flux de trésorerie et nous remettons régulièrement en question la valeur réelle de leurs actions. Ainsi, nos décisions sur les remaniements de portefeuilles reposent sur des analyses fondamentales, pas sur le sentiment du marché. Cette discipline dans notre processus d'investissement nous a permis d'atteindre des rendements supérieurs tout au long de l'histoire de notre firme et nous demeurons convaincus que cette approche reste la plus prudente pour la gestion de portefeuille.

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

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.