

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

Tout au long de 2010, la reprise économique mondiale a été entrecoupée de périodes d'incertitude et de volatilité des marchés financiers. Entre la mi-avril et le début de juillet, les difficultés éprouvées par la Grèce pour refinancer sa dette et la crainte de problèmes similaires dans d'autres pays européens ont fait baisser de 15 % l'indice des actions MSCI Monde. Puis, au cours de l'été, les investisseurs ont vu dans le recul de certains indicateurs économiques américains l'annonce d'une rechute en récession. D'avril au début de novembre, les taux obligataires 10 ans ont baissé de quelque 100 points de base au Canada et aux États-Unis. À la fin de l'automne, la crise bancaire irlandaise a obligé les autorités européennes à adopter un programme de soutien financier et a ravivé les doutes sur la stabilité financière de certains autres membres de l'Union. Les marchés boursiers et obligataires européens ont reculé et l'éventualité de la dissolution de la zone euro a refait surface.

Au cours de l'année, nous avons affirmé à plusieurs reprises notre conviction que le redressement de l'économie mondiale persisterait. La plupart des économies cumulent maintenant six trimestres consécutifs d'expansion et la croissance continue d'être dynamique dans les pays en développement. Aux États-Unis, rares sont les indices justifiant la crainte d'un retour de la récession et les plus récentes statistiques révèlent même un regain d'activité au quatrième trimestre, laissant prévoir une progression d'environ 3 % du PIB réel en 2010. Tout au long de l'année, la perspective d'un ralentissement de la croissance et la crainte des conséquences des achats d'obligations du Trésor par la Réserve fédérale ont fait baisser progressivement les taux obligataires ; nous avons, pour notre part, souligné que l'accroissement de la demande de fonds dans le secteur privé finirait par exercer des pressions à la hausse sur les taux. Depuis le début de novembre, ceux-ci ont respectivement monté de 85 et 40 points de base sur les obligations d'État à 10 ans américaines et canadiennes. Nos attentes pour l'Europe n'ont pas changé sensiblement et nous leur consacrons la majeure partie de ce bulletin. Plusieurs membres de la zone euro devront réduire leurs déficits budgétaires et leur dette globale mais la situation est gérable.

Notre stratégie d'investissement continue de privilégier les placements en actions plutôt que les obligations et les quasi-espèces.



Survol de l'économie mondiale

Une récurrence de la récession aux États-Unis reste improbable.

Comme le prévoyait notre bulletin du trimestre dernier, une récurrence de la récession aux États-Unis reste improbable et la plupart des indicateurs économiques annoncent plutôt une reprise graduelle. Les statistiques pour le troisième trimestre indiquent que le PIB réel américain s'est amélioré de 3,2 % au cours des derniers douze mois et la demande a augmenté dans le secteur privé. Les ventes des biens de consommation durables sont en hausse de 5,4 % par rapport à l'an dernier et les achats de machines et de matériel industriel ont progressé de 19,1 %. Nous maintenons notre prévision de croissance réelle du PIB à 3 % environ pour 2010.

Des données nombreuses et diverses révèlent une économie dynamique, surtout dans le secteur industriel. La production industrielle a augmenté de 5,8 % en octobre ; les commandes des entreprises dépassent de 10 % celles de l'an dernier. Les statistiques provenant du secteur du transport reflètent ces tendances : la consommation de carburant diesel a augmenté de 7,7 % et les expéditions en wagons complets sont en hausse de 7,2 %. En outre, les bénéfices des entreprises se sont fortement redressés depuis le creux de la récession et dépassent maintenant les sommets atteints en 2006. Aux États-Unis, ils ont totalisé 1 700 milliards de dollars au troisième trimestre, en amélioration de 27,8 % par rapport à l'an dernier, dont 10,6 % dans le secteur financier et 36,2 % dans les autres secteurs.

Le marché du travail reste à la traîne mais il se redresse lentement. Selon les statistiques les plus récentes, celles de décembre, le nombre d'emplois total dépasse de 0,9 % celui de l'année dernière, ce qui implique la création de 94 000 emplois en moyenne par mois. La situation est légèrement plus favorable dans le secteur privé, avec une amélioration de 1,3 % sur la même période.

Nous prévoyons une croissance de 2 % du PIB réel pour l'économie américaine en 2011. Un scénario de croissance plus optimiste, de 3 % à 4 %, est aussi possible.

Heureusement, divers indicateurs précurseurs annoncent une augmentation soutenue du nombre d'emplois. D'une part, dans le secteur privé, le nombre d'heures travaillées a augmenté de 2,5 % par rapport à 2009, soit deux fois plus que le nombre d'emplois. En outre, le nombre d'emplois temporaires a augmenté de 26 000 par mois, soit 16,1 % par rapport à l'année dernière. Troisièmement, le nombre de nouvelles demandes de prestations de chômage a baissé à un niveau proche de celui d'août 2008, ce qui implique une réduction du nombre de chômeurs inscrits. Quatrièmement, les indices d'emploi de l'ISM (Institute for Supply Management) ont récemment atteint les niveaux les plus élevés depuis octobre 2007 dans le secteur non manufacturier. Enfin, selon un récent sondage d'ISI Group, un groupe de recherche économique américain, auprès de 118 directeurs financiers, 37 % des entreprises prévoient une accélération de leur recrutement en 2011. Ensemble, ces données expliquent en bonne partie la forte augmentation annuelle de 7,3 % des ventes au détail et confortent nos prévisions de croissance soutenue des effectifs dans le secteur privé.

Le scénario de base que nous prévoyons pour l'économie américaine en 2011 comprend une croissance d'environ 2 % du PIB réel, soutenue par une augmentation de 1 % à 1,5 % du nombre d'emplois, des hausses de salaire modestes et la prolongation de toutes les réductions d'impôts de Bush. Dans ces conditions, l'augmentation de 3 % à 4 % du revenu nominal disponible des particuliers soutiendra fermement un accroissement similaire de la

consommation. Par ailleurs, l'ampleur des bénéfices et la solidité des bilans devraient entraîner une hausse substantielle des investissements des entreprises.

Mais l'on peut aussi envisager des hypothèses de croissance plus optimistes. Si le taux d'épargne baisse un peu aux États-Unis – de 6 % actuellement à 4,5 %, par exemple – et/ou que l'équilibre des échanges avec l'étranger s'améliore légèrement, la croissance du PIB réel pourrait atteindre 3 % à 4 %. À plus long terme, toutefois, les mesures que les autorités américaines devront adopter pour réduire les déficits budgétaires et les efforts des consommateurs pour épargner plus – pour atteindre les niveaux historiques de 8 % – impliquent un taux de croissance inférieur à la moyenne, de l'ordre de 1 % à 2 %.

Au Canada, la croissance se poursuit, surtout pour l'économie intérieure. Au troisième trimestre, le PIB réel a dépassé de 3,4 % le chiffre du trimestre correspondant de 2009, soutenu par les dépenses de consommation et les investissements des entreprises qui ont augmenté de 3,4 % et 8,7 % respectivement. Les dépenses du secteur public et les investissements résidentiels ont stagné.

Les échanges avec l'étranger souffrent du taux de change élevé du dollar canadien. Leur valeur nette a réduit de 3,2 % la croissance du PIB réel et le solde négatif réel de la balance commerciale atteint 10,2 % du PIB, le déficit le plus élevé depuis les années 1960. Dans nos prévisions de croissance en 2011, le commerce extérieur reste un impondérable important. Voici nos hypothèses clés : des exportations et des importations croissant à un rythme voisin de celui de 2010 ; une augmentation lente et progressive de l'emploi ; une augmentation continue des investissements des entreprises ; et un resserrement budgétaire modéré. Selon ce scénario, l'économie canadienne grandira de 2 % à 3 % en 2011.

Un survol des perspectives de croissance dans les autres régions du monde suggère une amélioration continue de la conjoncture économique et, dans certaines régions, une reprise vigoureuse. L'économie japonaise a bénéficié d'une remontée des exportations. Le PIB réel du Japon a augmenté de 5 % par rapport à l'année dernière à la faveur de hausses de 21,7 % des exportations et de 6,5 % des investissements des entreprises. Dans d'autres régions d'Asie, la croissance est forte. En un an, le PIB de la Chine a augmenté de 9,6 % ; l'économie indienne a grandi de 8,9 % et les rythmes de croissance respectifs des autres économies asiatiques évoluent entre 4,5 % et 7 %. En Amérique Latine, l'expansion est tout aussi vigoureuse : le PIB réel du Brésil a bondi de 8,8 % et celui du Mexique, de 5,3 % au cours des douze derniers mois. Devant la vigueur de la reprise dans le monde en développement, le FMI prévoit maintenant que la croissance du PIB réel mondial atteindra 4,2 % en 2011.

La croissance demeure solide dans d'autres régions du globe.

Défis de l'Europe

En Europe, la reprise n'a pas évolué de la même façon dans tous les pays. Pour l'ensemble de la zone euro, la croissance réelle du PIB a atteint en moyenne 1,9 % pour les douze derniers mois. Au sommet, il y a l'Allemagne, dont l'économie a grandi de 3,9 %, grâce surtout à l'augmentation de 16,8 % de ses exportations. Le bas de l'échelle est occupé par

L'on aurait tort de croire que ces difficultés sonnent le glas de l'Union monétaire européenne (UME).

l'Italie, l'Espagne, l'Irlande et la Grèce, où la croissance n'a pas atteint 1 % ; ces deux derniers pays sont même encore en récession.

En novembre, l'Irlande est devenue le second pays membre à devoir recourir à l'aide de l'Union Monétaire Européenne et du FMI. Comme au printemps dernier, divers intervenants ont à nouveau exprimé des doutes sur les perspectives de longévité de la zone euro. Comme nous l'expliquions en détail dans notre bulletin de juin 2010, et comme nous l'affirmons à nouveau ci-dessous, l'on aurait tort de croire que ces difficultés sonnent le glas de l'Union monétaire européenne (UME). Nous pensons au contraire que la situation monétaire de la zone euro est gérable à long terme.

L'UME est l'aboutissement de six décennies d'efforts d'intégration économique. Après la Seconde Guerre mondiale, l'Allemagne, la France et l'Italie ont progressivement négocié des traités favorisant la libre circulation transfrontalière des marchandises. Au début des années 1990, le Traité de Maastricht a posé les fondations de l'UME. Rapidement par la suite, tous les contrôles sur la circulation des capitaux ont été abolis à travers tout l'espace destiné à devenir la zone euro. Les onze pays participants initiaux (ils sont maintenant 16) ont d'abord adopté une « monnaie de rattachement » commune, puis l'euro en 1999. Au début, l'euro n'était qu'une monnaie électronique utilisée pour l'administration de la politique monétaire commune par la Banque Centrale Européenne (BCE). Enfin, en janvier 2002, les pièces et les billets libellés en euros ont remplacé toutes les devises nationales de l'espace commun.

La valeur des titres d'emprunt souverains détenus hors de la zone ne dépasse donc 28 % pour aucun des pays membres.

À l'issue de cette longue gestation, la conscience des intérêts communs, doublée d'une volonté politique déterminée, a donné naissance à la seconde entité économique mondiale, dont le PIB totalise actuellement 12 000 milliards de dollars, comparativement à 14 600 milliards de dollars pour les États-Unis. Les économies, les systèmes financiers et les marchés des capitaux des pays membres sont entièrement intégrés. Partout dans la zone euro, chaque pays détient en moyenne 49 % de ses propres titres d'emprunt souverains et, si l'on ajoute les titres détenus dans d'autres pays de la zone, la proportion monte à 72 %. La valeur des titres d'emprunt souverains détenus hors de la zone ne dépasse donc 28 % pour aucun des pays membres. Une étude détaillée des flux commerciaux montre que 60 % des opérations en cause interviennent à l'intérieur de la zone. Et dans le domaine des investissements, 56 % des fonds touchés ou versés sous forme d'intérêts ou de dividendes n'en sortent pas. Les enjeux monétaires en euros sont donc considérables pour tous les pays membres de l'Union.

Les critères d'admissibilité et d'appartenance à l'UME ont été définis par le Pacte de stabilité et de croissance, qui impose aux pays membres des règles budgétaires rigoureuses. Par exemple, les déficits budgétaires annuels et la dette publique globale d'un membre ne doivent pas excéder, respectivement, 3 % et 60 % de son PIB. En pratique, ces plafonds ont souvent été dépassés sans que les sanctions prévues soient appliquées. La dette souveraine de plusieurs membres était donc déjà très élevée quand la crise financière et économique de 2008 a éclaté, et l'augmentation des déficits causée par la récession l'a encore considérablement gonflée. En 2009, les principaux transgresseurs ont été la Grèce et l'Irlande, dont les déficits se sont respectivement élevés à 15,4 % et 14,4 % du PIB, avec un niveau d'endettement voué à atteindre respectivement 150 % et 107 % du PIB à la fin de

2011. Toutefois, les apports respectifs de ces deux pays au PIB de la zone euro sont négligeables : 2,5 % pour la Grèce et 1,7 % pour l'Irlande.

À l'issue de l'entente négociée pour soutenir la Grèce en mai dernier, la zone euro a créé deux fonds séparés qui, avec les fonds fournis par le FMI, mettent un total de 750 milliards d'euros à la disposition immédiate de tout pays membre éprouvant de la difficulté à emprunter sur les marchés des capitaux. Ces facilités de garantie spéciales peuvent être invoquées (sur une base proportionnelle, pas égale) par chacun des 16 membres de la zone euro contractant directement ou indirectement des emprunts sur les marchés du crédit. En contrepartie, le pays en cause doit adopter des mesures pour ramener son déficit budgétaire et sa dette à des niveaux tolérables.

En pratique, toutefois, le fonds de garantie est inférieur à 750 milliards d'euros car les pays membres qui y recourent ne peuvent plus y fournir leur quote-part. Dans les cas de la Grèce et de l'Irlande, l'aide invoquée n'a pas réduit sérieusement le capital du fonds de garantie car leur participation ne représentait que 3,1 % de la valeur globale du fonds. Mais si le malaise se propageait et que l'accès aux marchés du crédit était refusé à des pays membres plus importants, tels que le Portugal, l'Espagne ou l'Italie, le fonds de garantie s'amenuiserait progressivement. Il est donc important non seulement de quantifier le problème, mais aussi de déterminer dans quelle mesure ces pays risquent d'être exclus des marchés du crédit.

Il est bien peu probable que les pays membres ayant la note de solvabilité AAA – à savoir l'Allemagne, la France, les Pays-Bas, l'Autriche, la Finlande et le Luxembourg – aient besoin de l'appui du fonds de garantie ; ils sont donc ceux dont la garantie est la plus sûre. Or, même si le marché du crédit reste inaccessible à la Grèce et à l'Irlande jusqu'en 2013 et que ces deux pays continuent d'utiliser pleinement jusqu'alors les facilités consenties, l'aide fournie ne dépassera pas 1,3 % du PIB combiné des six pays notés AAA. À la suite de ces deux sauvetages, les prêts et garanties bilatérales en offre par les pays notés AAA atteignent encore 255 milliards d'euros, soit 4,5 % de leurs PIB combinés de 2011. Cette somme suffirait pour répondre aux besoins éventuels du Portugal mais, si l'Italie ou l'Espagne avaient aussi besoin de cette aide, le fonds de garantie ne couvrirait pas entièrement leurs déficits et le renouvellement de leurs emprunts échéant entre 2011 et 2013.

Nous doutons fort que l'Italie et l'Espagne éprouvent de la difficulté à financer leurs engagements, bien que les marchés aient récemment exigé des rendements sensiblement plus élevés sur les titres d'emprunt de ces deux pays : les taux des obligations à 10 ans en circulation atteignent actuellement 4,4 % pour l'Italie et 5,5 % pour l'Espagne. Les obligations allemandes, généralement considérées comme étant les plus sûres de la zone euro, se négocient actuellement à 2,80 %. Quoi qu'il en soit, ces taux sont bien loin d'hypothéquer gravement les perspectives financières de l'Italie et de l'Espagne.

L'Italie ajoute 17 % au PIB de la zone euro et son économie est la troisième de la région, avec un PIB nominal de 1 500 milliards d'euros. Son ratio d'endettement sur le PIB est élevé depuis de nombreuses années : il avait pour la première fois franchi la barre de 115 % en 1993 et évolue, depuis, entre 115 % et 130 %. L'on prévoit qu'il atteindra environ 120 % en 2011. Par contre, le déficit budgétaire de l'Italie, de 5 % du PIB en 2010, s'avère inférieur à la moyenne ; il doit retomber à 4,3 % en 2011 et le gouvernement a adopté un plan d'austérité visant à le réduire à moins de 3 % en 2012. La dette souveraine de ce pays est très élevée

Les fonds de la zone euro sont suffisants pour soutenir la Grèce, l'Irlande et le Portugal... mais non l'Espagne et l'Italie.

Nous doutons que l'Italie et l'Espagne éprouvent des difficultés financiers.

mais 60 % des porteurs de ces titres se trouvent en Italie et 90 % dans la zone euro. En outre, le niveau d'endettement est faible dans le secteur privé ; la dette des ménages ne représente que 37 % du PIB et celle des entreprises non financières s'établit à 74 % du PIB.

En Espagne, le PIB est de 1 000 milliards d'euros, soit 11,5 % de celui de la zone euro. Il n'y a pas longtemps, ce pays était, du point de vue fiscal, l'un des plus responsables d'Europe. L'Espagne avait comprimé son ratio d'endettement sur le PIB d'un sommet de 75 % au milieu des années 1990 à un bas de 42 % en 2007. La récession a considérablement aggravé ses problèmes budgétaires car son économie intérieure a été freinée par une chute de plus de 50 % de l'activité dans le secteur de l'immobilier résidentiel et un taux de chômage passé de 8 % à 21 % en trois ans. La réaction des autorités espagnoles a été particulièrement audacieuse et les mesures d'austérité qu'elles ont adoptées devraient ramener le déficit de 9,3 % du PIB en 2010 à moins de 3 % en 2013. L'Espagne devrait alors pouvoir stabiliser son ratio d'endettement à environ 80 % de son PIB. Pour le réduire, le gouvernement a même manifesté son intention de vendre certains biens du domaine public ; il va vendre la moitié de sa participation dans les aéroports nationaux et approximativement le tiers de sa part de la loterie nationale. Beaucoup des mesures annoncées n'ont pas encore été adoptées mais les décisions prises à ce jour sont de bon augure.

Nous restons convaincus qu'un morcellement de la zone euro est improbable et que les dirigeants de l'Europe examineront toutes les solutions possibles pour perpétuer une union monétaire lentement et prudemment élaborée depuis soixante ans.

Stratégie d'investissement : obligations

Nous prévoyons une hausse progressive des taux d'intérêt par rapport à leurs niveaux actuels.

La hausse des taux obligataires au cours du trimestre dernier a en grande partie effacé la baisse d'avril à septembre. Avant que la Fed annonce, le 3 novembre, son intention d'acheter encore, au cours des huit mois suivants, jusqu'à 600 milliards de dollars de titres d'emprunt des États-Unis, les taux obligataires avaient baissé à 1 % pour les obligations du Trésor à 5 ans et à 2,57 % pour les titres à 10 ans correspondants. Au Canada, les taux avaient baissé aussi, atteignant 2,05 % et 2,87 % respectivement pour les mêmes échéances. Devant les signes croissants d'une reprise économique soutenue, les craintes de récurrence de la récession se sont calmées et les taux à 5 ans et à 10 ans ont avancé de 80 points de base environ aux États-Unis et de 40 points de base au Canada depuis le début de novembre.

En plus de l'achat de 600 milliards de dollars d'obligations d'État, la Réserve fédérale va réinvestir en obligations du Trésor le produit de 150 milliards de dollars de titres hypothécaires arrivant à échéance. Si ces programmes d'achat d'actifs sont entièrement réalisés, le volume du bilan de la Fed, qui est passé de 900 milliards de dollars avant la crise du crédit de 2008-2009 à 2 300 milliards de dollars actuellement, atteindra 3 000 milliards de dollars en juin 2011. Pour justifier cette nouvelle injection monétaire, la Fed fait état de la faiblesse de l'inflation et d'un taux de chômage indûment élevé. Soulignons que le total des achats d'obligations prévus est pratiquement égal au déficit budgétaire cumulé des huit prochains mois des États-Unis. La Fed tentera donc probablement de freiner la hausse des taux d'intérêt que pourrait causer l'effet dit

« d'éviction » si la demande de crédit augmente dans le secteur privé au cours des prochains trimestres.

À notre avis, l'effet que les opérations de la Fed auront sur l'économie est bien difficile à prévoir et il y a lieu de s'interroger sérieusement sur la façon dont ces énormes liquidités pourront ensuite être épongées. Le redressement de l'économie, l'ampleur et la persistance des déficits budgétaires et l'augmentation progressive des emprunts dans le secteur privé laissent prévoir une hausse progressive des taux d'intérêt par rapport à leurs niveaux actuels. C'est pourquoi nous privilégions une durée relativement faible pour nos portefeuilles d'obligations, avec une pondération pour les obligations inférieure à nos cibles de référence.

Stratégie d'investissement : actions

L'année 2010 a été positive sur la plupart des grandes places boursières du monde. En dollars canadiens, le rendement total des actions s'est établi à 17,6 % pour le S&P TSX, à 9,4 % pour le S&P 500 et à 6,2 % pour l'indice MSCI Monde.

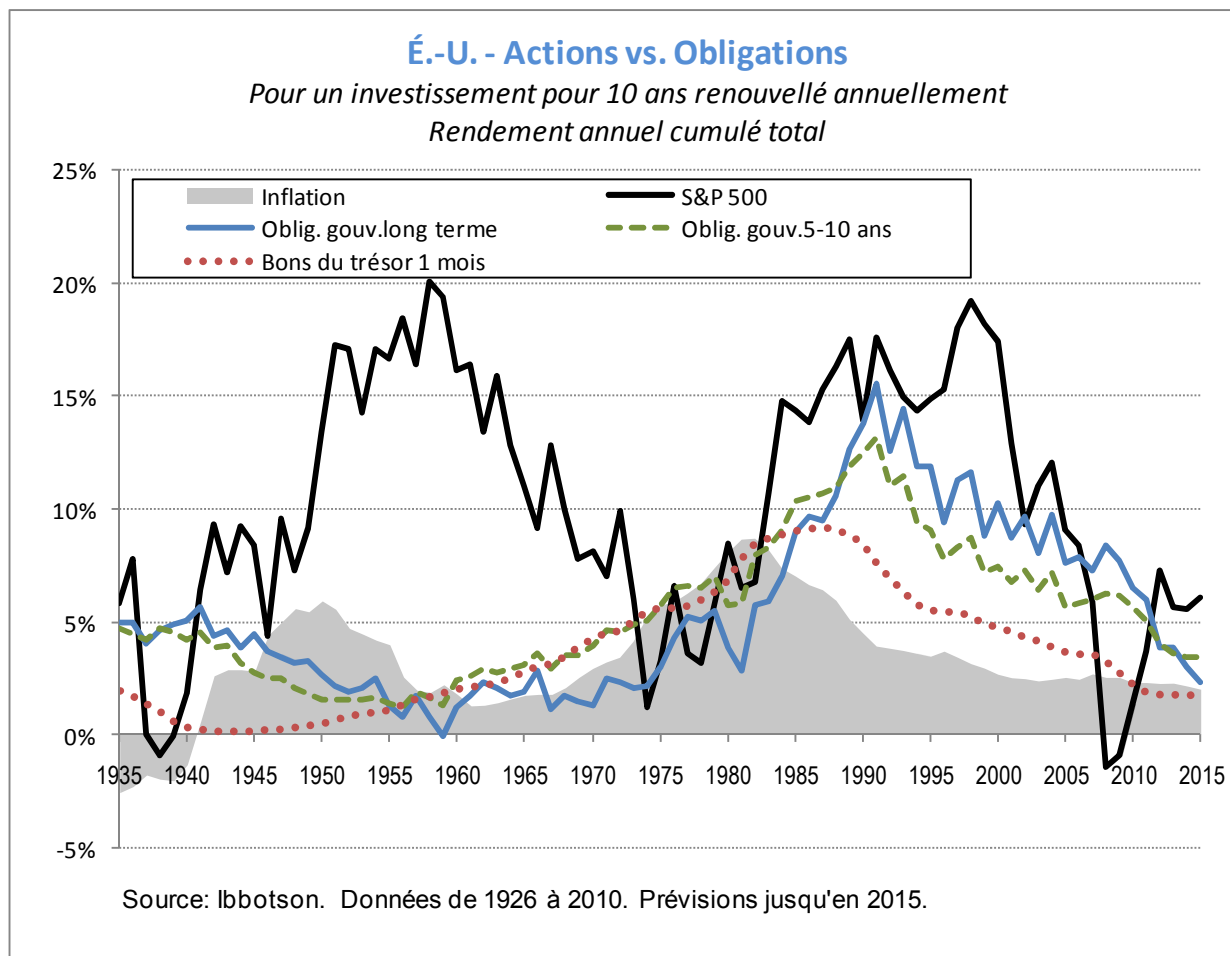
À long terme, dit-on souvent, les actions produisent de meilleurs rendements que les obligations ou les quasi-espèces. En effet, selon les données américaines pour la période de 1926 à 2010, le rendement des actions a généralement dépassé – souvent très largement – ceux des autres catégories d'actifs. Au cours des 84 dernières années, le S&P 500 a généré un rendement annuel moyen de 9,8 %, contre 5,4 % et 3,6 % respectivement, pour les obligations d'État à long terme et les quasi-espèces. Les périodes de faiblesse du rendement des actions – notamment celles de la Deuxième Guerre mondiale, de l'embargo arabe sur le pétrole et de la récession du début des années 1980 – ont été relativement brèves et les rendements ont ensuite rebondi.

La décennie qui vient de s'achever a été marquée par deux corrections importantes des cours boursiers et une baisse progressive des taux d'intérêt. C'est ce qui explique que, comme le démontre le graphique ci-dessous, le rendement moyen sur 10 ans des obligations à long terme a dépassé celui des actions entre 2007 et 2010, bien que le rendement annuel des actions ait été supérieur à celui des obligations en 2009 et 2010. Nous doutons que ces circonstances se répètent dans les quelques prochaines années.

Nos prévisions de rendement sur cinq ans pour les diverses catégories d'actifs sont fondées sur la probabilité que, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, le rendement des obligations sera médiocre tandis que le rendement total des actions sera satisfaisant, compte tenu d'une progression modeste des bénéfices des entreprises, des taux de dividendes actuels et de ratios cours-bénéfice de l'ordre de 12 à 16. Selon les différents scénarios envisagés sur la progression des bénéfices et l'augmentation des ratios c-b, nous prévoyons que le rendement total des actions évoluera dans la fourchette de 6 % à 15 % par an, surclassant largement ceux des obligations et des quasi-espèces.

Nous prévoyons que le rendement total des actions évoluera dans la fourchette de 6 % à 15 % par an, au cours des 5 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.