

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

Au cours de l'été, un concours de circonstances a lourdement pesé sur les cours mondiaux des actions et des obligations. D'abord, certaines statistiques économiques ont soulevé la crainte d'un ralentissement de l'activité mondiale. Puis le duel politique à Washington concernant le relèvement du plafond de la dette a provoqué la décote des titres du Trésor américain par S&P. Par ailleurs, quand les recettes fiscales de la Grèce se sont avérées inférieures aux prévisions, l'irritation renouvelée et les doutes touchant la solvabilité de ce pays ont rejailli sur d'autres pays membres de la zone euro. En minant la confiance des investisseurs, ces divers événements ont fait reculer l'indice MSCI Monde de 16 % entre avril et septembre. Depuis trois mois, du fait de la persistance des craintes de contagion, les écarts de taux d'intérêt entre les obligations italiennes et espagnoles à dix ans et les obligations allemandes ont atteint des sommets historiques. Pendant ce temps, les taux obligataires à long terme canadien et américain ont encore baissé, atteignant des niveaux inférieurs à ceux de 2008-2009. Enfin, nous observons un resserrement des sources de financement au sein du secteur financier européen, en particulier quand les fonds du marché monétaire américains et autres investisseurs ont réduit leurs positions sur les actions et le papier commercial européens.

À notre avis, les risques financiers et économiques dont tiennent compte les cours des actions européennes sont excessifs et injustifiés. Nous sommes aussi convaincus que les perspectives de l'Europe et des pays membres de l'union monétaire sont plus prometteuses que le suggère le cours des actions et des obligations. Ceux-ci ont récemment évolué à l'encontre de nos positions mais les prix des actions restent attrayants et ceux des obligations sont nettement excessifs. Bref, nous pensons que le profil risque-rendement est maintenant nettement plus favorable pour les actions que pour les obligations.



La croissance mondiale ralentit mais se poursuit

Au deuxième trimestre, la croissance aux États-Unis a fléchi à 1,6 % par rapport à l'année dernière. La hausse du prix du pétrole a freiné la croissance réelle. L'examen des statistiques nominales révèle des données raisonnables, notamment une amélioration de 4,8 % de la consommation des particuliers, une hausse de 9,3 % des investissements en matériel et outillage et une progression de 17 % des exportations de biens. Comme on pouvait le prévoir, le secteur public a freiné l'avance du PIB avec une hausse de 1,1 % seulement par rapport à l'année dernière.

Aucun signe de récession aux É.-U.

Aux États-Unis, certains indicateurs économiques généraux annoncent la poursuite de la croissance, mais à un rythme ralenti. La production industrielle a avancé de 3,4 % depuis douze mois et elle s'est maintenue à ce niveau au premier semestre de cette année. Dans le secteur manufacturier, l'activité devrait rester satisfaisante au second semestre car, jusqu'à juillet, les nouvelles commandes de biens durables sont en forte hausse de 10,2 % par rapport à l'année dernière. En septembre, à 52 en moyenne, les indices de l'ISM avaient baissé par rapport au début de l'année mais ils n'en laissent pas moins prévoir aussi la poursuite de la croissance. Les niveaux des stocks sont en équilibre avec les ventes ; en juillet, ils étaient proches du ratio stock-ventes moyen de la dernière période d'expansion. Les indicateurs du secteur du transport sont en baisse. Les expéditions par wagons complets restent au niveau de l'année dernière mais la consommation de carburant diesel a baissé de 0,4 % au cours de la période. Enfin, les ventes au détail ont été fortes ; elles affichent une croissance annuelle moyenne de 7,9 % pour les trois derniers mois.

La croissance de l'emploi est stable dans le secteur privé.

La création d'emplois végète ; comme le secteur public comprime ses effectifs à tous les niveaux, seul le secteur privé peut la stimuler. Pour la période de trois mois terminée en septembre, le secteur privé a créé 117 000 emplois par mois en moyenne. Si ce rythme se maintient, le revenu disponible devrait augmenter de 3,0 %-3,5 % et la consommation devrait alors progresser environ au même rythme. Ce scénario est l'un des principaux sur lesquels reposent nos prévisions pour le PIB américain en 2011 et 2012, et qui nous amènent à penser que les États-Unis poursuivront une lente croissance et éviteront le retour de la récession.

En l'absence d'un consensus sur les prévisions budgétaires fédérales à moyen terme, nous pensons que peu de mesures d'austérité seront imposées aux États-Unis avant les élections présidentielles, et que le déficit pourrait atteindre 8 % à 10 % du PIB en 2011 et 2012. Les États-Unis pourraient être le seul pays industrialisé important à retarder l'adoption de mesures pour rééquilibrer son budget. Dans ces conditions, la croissance de son PIB réel atteindra environ 1,5 % à 2,0 % en 2011 et 1,5 % en 2012. Ces chiffres sont conformes à nos prévisions de croissance moyenne à long terme.

Au Canada, le taux de change élevé du dollar canadien freine l'activité économique. Sans l'élément du commerce extérieur, le PIB réel aurait grandi de 4,2 %, au lieu de 2,2 %, au deuxième trimestre, par rapport à l'année dernière. Les indicateurs économiques se maintiennent ; l'emploi a progressé de 1,3 % par rapport à l'année dernière et la masse salariale est en hausse de 4,8 %. Les dépenses des consommateurs ont augmenté de 4,4 % et les ventes au détail, de 3,9 %. Le rythme annualisé des mises en chantier de maisons est actuellement de l'ordre de 195 000 unités.

Selon nos prévisions, l'augmentation du PIB réel canadien atteindra 2,0 % à 2,5 % en 2011 et 2 % environ en 2012, pourvu que la croissance de l'emploi se maintienne à 1 % environ et que le taux d'épargne des ménages reste proche du niveau actuel de 4,1 %. Nous nous attendons aussi à ce que les investissements progressent un peu plus vite que le PIB nominal et que l'augmentation des dépenses publiques soit plus faible que celle du PIB nominal alors que les déficits budgétaires baissent progressivement.

Depuis un an, la zone euro a globalement affiché une croissance du PIB réel de 1,6 %, mais avec de fortes différences entre les pays. La progression se dégage à 2,8 % en Allemagne ; à 1,5 %, 2,5 % et 4,1 % respectivement aux Pays-Bas, en Belgique et en Autriche ; elle a atteint 1,6 % en France mais elle a été très faible en Espagne et en Italie (0,7 % et 0,8 % respectivement). Enfin, la conjoncture économique est difficile en Irlande, au Portugal et en Grèce, les trois pays à avoir fait appel à l'aide du FMI et de la Commission Européenne : en Irlande, la hausse du PIB réel a été presque nulle (0,1 %) et le Portugal et la Grèce sont en récession (-0,9 % et -7,3 % respectivement). Les données les plus récentes sur la production industrielle et les taux de chômage projettent une image similaire. L'Europe semble s'acheminer vers une croissance inférieure à la moyenne, de l'ordre de 0,5 % à 1,5 %, en 2012, mais les sautes d'humeur des marchés financiers et les pressions qui pèsent sur le système financier de la zone ont entamé la confiance des entreprises et des consommateurs et accru le risque d'une modeste récession.

Sur les marchés émergents, la croissance est restée ferme jusqu'ici mais les plus récentes statistiques suggèrent un léger ralentissement dans le secteur manufacturier. Les prix des principales matières premières ont nettement baissé ; celui du cuivre, par exemple, a perdu 28 % depuis le début de l'année et certains grands producteurs de métaux ont reçu de clients des demandes de délais dans les livraisons. En Chine, le PIB réel a augmenté de 9,5 % au cours de la période de douze mois terminée en juin 2011, comparativement à 10,3 % en 2010. L'indice PMI (indice des responsables des achats) pour la Chine a reculé de 53,9 en décembre 2010 à 51,2 en septembre 2011. En Amérique Latine, la croissance atteint environ 3,5 % à 5,0 % dans la plupart des pays, comme en Asie du Sud-Est. En Europe orientale, le PIB turc a progressé de 8,8 % et celui de la Russie, de 3,5 %. Selon les dernières prévisions du FMI, publiées en septembre 2011, le PIB réel des économies émergentes devrait progresser de 6,4 % et de 6,1 %, respectivement en 2011 et 2012, ce qui devrait permettre une progression du PIB réel mondial de 3,0 % et 3,2 %, respectivement, en 2011 et 2012.

La confiance des investisseurs en l'Europe a été ébranlée...

À la défense de l'Europe

Les intervenants des marchés ont continué de douter de l'aptitude de la Grèce à honorer ses engagements et, pendant l'été, l'inquiétude touchant sa dette publique s'est propagée à travers toute la zone euro, déclenchant des liquidations massives d'actions. Les titres des banques européennes, surtout, ont chuté de 30 % en moyenne depuis le début de l'année à cause, d'une part, des craintes suscitées par l'ampleur de leurs positions sur des obligations d'État et, d'autre part, de signes d'un resserrement de l'accès à leurs sources de financement. Beaucoup d'économistes prédisent maintenant que les mesures d'austérité et la baisse des dépenses des consommateurs et des entreprises provoqueront une récession en Europe.

...mais les perspectives pour la zone euro sont plus positives que ne l'apprécient les marchés.

Bien que ce risque ait augmenté depuis le début de l'année, nous restons convaincus, pour notre part, que les décisions déjà adoptées et celles qui s'annoncent témoignent de la volonté et de la détermination des dirigeants européens de soutenir l'euro. En outre, il nous semble improbable que

Les fondamentaux de la zone euro dans son ensemble sont solides.

la conjoncture que traversent actuellement les banques européennes aboutisse à un effondrement du crédit aussi grave que celui qu'avait déclenché la faillite de Lehman Brothers, car la Banque centrale européenne (BCE) fait tout ce qu'il faut pour mettre à leur disposition des moyens de financement suffisants. Il est vrai que, dans l'ensemble, la croissance a ralenti dans la région – comme ailleurs dans les pays industrialisés – mais il serait prématuré d'en conclure qu'une récession est imminente ou viendra en 2012. En outre, nous doutons fort que les tensions financières et économiques actuelles puissent être le prélude de la dislocation de la zone euro.

Le taux de dépense des consommateurs est à des niveaux soutenables ;

Nous avons plusieurs raisons de conserver les positions que nous avons sur des sociétés domiciliées dans la zone euro. Dans son ensemble, l'économie de la zone est généralement bien équilibrée. Le taux d'épargne des consommateurs européens est très élevé et prudent, à 15 % en moyenne, et leurs dépenses en biens, services et logement ne dépassent pas, à long terme, 95 % du revenu disponible. Les Grecs, les Irlandais, les Portugais et les Espagnols ont, pendant un certain temps, été entraînés à surconsommer en profitant de l'envolée du marché immobilier mais tous les pays périphériques de la zone, sauf la Grèce, ont maintenant réduit leurs dépenses à 90 %-95 % de leurs revenus.

le taux d'épargne est élevé ;

Du point de vue du commerce extérieur, la zone euro maintient globalement, depuis dix ans, une balance positive qui évolue dans une fourchette étroite de 0 % à 2 % du PIB. Son compte courant est généralement en équilibre, lui aussi : il varie entre -1,0 % et +1,0 % du PIB. Les chiffres globaux ne rendent pas compte des déficits importants dont ont souffert certains pays membres, notamment l'Espagne, la Grèce et le Portugal, alors que d'autres accumulent des excédents considérables, comme l'Allemagne et les Pays-Bas. Mais les écarts se resserrent et les ajustements devraient continuer. Depuis trois ans, le déficit des échanges a baissé en Grèce, au Portugal et en Espagne, et les excédents des Pays-Bas et de l'Allemagne ont fléchi. Les pays dont les échanges sont excédentaires utilisent la quasi-totalité de leur capacité de production, ce que confirme la faiblesse des taux de chômage, de 4,4 % et 6,1 % respectivement, aux Pays-Bas et en Allemagne. En outre, l'on peut dire que le taux de change de l'euro est faible par rapport au dollar canadien et proche de la parité avec le dollar US. Pour établir la valeur relative de la devise européenne, nous utilisons des modèles de juste valeur fondés sur la comparaison des prix à la consommation (l'IPC). Nos résultats, qui sont à long terme par nature, montrent que l'euro vaut 10 % de moins que le dollar canadien, un niveau qui se situe dans la fourchette historique.

les échanges commerciaux sont en équilibre ;

C'est surtout le secteur public qui prête à controverse ; les problèmes dont souffre la zone euro depuis 18 mois proviennent essentiellement des niveaux d'endettement souverain et d'un manque de confiance dans l'aptitude de certains pays à honorer pleinement leurs obligations existantes. Les pays de la zone ont accumulé des déficits budgétaires considérables en 2008-2009 mais leurs gouvernements ont, depuis, adopté des mesures de compression des dépenses en dépit d'une conjoncture macro-économique encore difficile. Sauf en Grèce et en Irlande, les cibles de déficit sont fixées à 3 % du PIB d'ici 2013. Les gouvernements ont donc imposé des mesures rigoureuses pour ramener assez rapidement les déficits à des niveaux plus acceptables. Les États-Unis n'ont pris aucun engagement de ce genre.

les gouvernements s'attaquent aux déficits.

Le niveau d'endettement de la zone est globalement du même ordre que dans les autres grands pays industriels et nous avons tout lieu de croire que la plupart des pays-membres parviendront à réduire leur niveau d'endettement à même leurs rentrées budgétaires internes. Pour l'ensemble de la zone, les ratios brut et net d'endettement public se dégagent respectivement à 96 % et 60 % du PIB, comparativement à 101 % et 75 % pour les États-Unis, à 89 % et 62 % pour le Royaume-Uni et à 86 % et 34 % pour le Canada. La Grèce (157 % et 125 %) est dans une situation nettement plus

périlleuse. Quant à celle de l'Italie (129 % et 101 %), elle est moins préoccupante car ce pays parvient à maintenir des ratios d'endettement élevés mais stables depuis plus de deux décennies, en grande partie grâce à des excédents primaires dans ses budgets.

Les défis que doit affronter la Grèce sont colossaux. Nous ignorons pour le moment comment ou si la Grèce remboursera ses dettes. Certaines solutions pourraient lui éviter de déclarer faillite mais la plupart exigeraient une intégration fiscale plus poussée. Pour le moment, les autorités de la zone et le FMI ont accepté de faciliter le financement de ses déficits et le refinancement des échéances proches ; en contrepartie, la Grèce doit respecter des directives visant ses programmes de réduction du déficit et de la dette en vendant des biens du domaine public.

La Grèce a adopté des mesures concrètes pour normaliser sa situation financière mais la forte contraction économique, d'une envergure imprévue, a accru la difficulté d'imposer des mesures d'austérité nouvelles. La spéculation suscitée par l'éventualité d'une faillite de la Grèce et la transmission du malaise au Portugal et à l'Irlande et, plus récemment, à l'Espagne et à l'Italie ont exacerbé les pressions sur un système financier encore fragile. Les tensions que subissent actuellement les marchés du financement des banques et des emprunts souverains pourraient, si elles persistent, forcer une contraction de l'économie de la zone euro, et ceci, pour deux raisons : l'impossibilité d'accéder aux marchés des obligations d'État, qui exercerait des pressions sur les dépenses des gouvernements, et l'impossibilité pour les banques de se financer, ce qui paralyserait le crédit et, par conséquent, les dépenses des consommateurs et des entreprises.

Pour maintenir la liquidité des marchés des obligations d'État, les autorités de la zone comptent sur le Fonds européen de stabilité financière (FESF). Ce fonds a consenti des avances à trois pays – la Grèce, l'Irlande et le Portugal – et des négociations se poursuivent pour augmenter son capital et élargir ses interventions. La BCE s'est aussi servi de son Programme pour les marchés des titres (SMP) pour acheter des obligations d'État quand la liquidité baissait. Elle a mis à la disposition des banques des moyens de financement abondants. Il est en effet de plus en plus évident que le marché impose aux banques européennes des conditions d'accès au financement plus rigoureuses. Dans la zone, l'écart entre le taux interbancaire au jour le jour et le taux « sans risque » est actuellement de 0,80 %, contre 0,30 % et 0,40 % respectivement aux États-Unis et au Royaume-Uni, et des moyennes respectives de 0,31 % et 0,25 % dans la zone en 2010 et au premier semestre de 2011. Le financement par les dépôts bancaires reste assez stable, sauf en Grèce où les dépôts baissent sensiblement. La BCE a assuré aux banques européennes, y compris les banques grecques, une liquidité suffisante pour leur permettre de financer leurs actifs.

Rien n'indique que le crédit risque de s'enrayer en Europe. Les prêts consentis aux secteurs non financiers de la zone euro ont globalement augmenté de 2,5 % au cours de la période de douze mois terminée en juillet. Dans les cinq pays les plus instables, (Grèce, Irlande, Portugal, Espagne et Italie), l'encours des prêts à ces secteurs a baissé de 3,1 % au cours de la même période. Les mesures adoptées par la BCE nous semblent efficaces et elles seront selon nous maintenues. La perspective d'un blocage du crédit aussi grave que celui qui a paralysé les États-Unis aussitôt après l'effondrement de Lehman Brothers nous semble donc très improbable.

Les autorités et institutions européennes ont adopté de nombreuses mesures pour maintenir le fonctionnement ordonné de l'union monétaire. La volonté politique de protéger la monnaie commune nous semble évidente : pratiquement tous les partis politiques importants de la zone appuient les mécanismes de soutien, et les populations en cause semblent être d'accord avec eux ; la plupart des sondages montrent qu'elles sont en faveur d'une intégration économique et financière plus poussée.

Il existe un risque que le stress du secteur financier se propage à l'ensemble de l'économie...

...mais la BCE assure le bon fonctionnement du système monétaire.

Pour nous, la zone euro est un ensemble économique viable dont la monnaie se situe à sa juste valeur. En dépit des graves tensions actuelles, elle a le désir, la volonté et les moyens de survivre. Nous pensons que son économie se redressera lentement et que les mesures de stimulation adoptées par les gouvernements seront progressivement éliminées ; la zone devrait éviter la récession car les consommateurs ont maintenant ramené leurs dépenses à un niveau plus raisonnable et les entreprises ont des bilans solides et d'abondantes liquidités.

Considérée dans ce contexte, l'escompte pour risque financier et économique que comportent actuellement les cours des actions européennes est nettement excessif. Compte tenu de la valeur du dollar canadien, le niveau des indices boursiers européens ne dépasse pas celui du point le plus bas du marché, au début de 2009, alors que le S&P/TSX et le S&P 500 ont respectivement remonté de 60 % et 35 %. Or, les bénéfices des entreprises européennes ont augmenté d'environ 70 % depuis la fin de 2009, soit à peu près autant qu'en Amérique du Nord. Le ratio cours-bénéfice moyen de nos 30 principales positions européennes se situe actuellement à 8,1 et leur taux de dividende moyen est de 5,3 %. Ces chiffres correspondent à une décote de 35 % par rapport aux cours des actions canadiennes alors que le rendement en dividendes est presque deux fois plus élevé. Bref, ces niveaux sont très attrayants, en valeur absolue comme relative, surtout si l'on considère le très faible niveau des taux d'intérêt.

L'escompte que comportent les cours des titres européens surestiment les risques.

Marchés des capitaux

Au Canada et aux États-Unis, les taux obligataires sont inférieurs aux taux les plus bas de la crise de 2008-2009 et sont à des niveaux historiquement faibles : ceux des obligations canadiennes à 10 ans et à 30 ans sont de 2,15 % et 2,75 % respectivement et aux États-Unis, les taux correspondants sont de 1,85 % et 2,90 %.

La Réserve fédérale américaine a adopté une nouvelle approche pour assouplir sa politique monétaire. Elle a d'abord annoncé, à sa réunion d'août, qu'elle maintiendrait le taux au jour le jour au niveau actuel (de 0 % à 0,25 %) jusqu'au milieu de 2013. Puis, en septembre, elle a décidé d'allonger de 6,25 ans à 8,3 ans, en neuf mois, l'échéance moyenne de son portefeuille d'obligations. Elle entend le faire en vendant pour 400 milliards de dollars d'obligations à court terme pour acheter 400 milliards d'obligations à plus long terme. La Fed continue donc d'intervenir très activement sur le marché obligataire secondaire et elle adopte des mesures énergiques pour empêcher une normalisation des taux d'intérêt vers des niveaux plus élevés.

Au Canada, comme la conjoncture économique est favorable, nous ne prévoyons pas de baisse des taux. Si la Fed maintient les taux aux niveaux souhaités, la Banque du Canada ne pourra guère hausser les siens pendant deux ans. Nos scénarios prévoient d'ici là des hausses de 0,5 % à 1,0 % des taux au jour le jour. Vu leurs niveaux actuels, il est très improbable que ces taux baissent encore, si bien que le ratio risque-rendement des obligations canadiennes est défavorable. Nous gérons donc attentivement notre exposition aux obligations ainsi que la durée de nos portefeuilles obligataires.

Le rapport risque-rendement des obligations est insuffisant.

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.