

# 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 comme l'effondrement de l'activité économique en 2008-2009 a été interprété par plusieurs observateurs comme une nouvelle Grande Dépression en devenir, de nombreux investisseurs ont vu dans les faibles données récentes sur l'économie américaine, le signe anticipé d'une récession à double creux. En somme, et compte tenu de la progression qui se poursuit à de nombreux égards, nous ne voyons pas de raison de revoir notre position voulant que la reprise économique est durable. Notre prévision à moyen terme demeure donc inchangée pour 2011 et au-delà. Les réductions des dépenses budgétaires mèneront à une période de faible croissance dans les économies développées, mais ce phénomène sera partiellement contrebalancé par une solide expansion des économies en émergence.

Nos décisions de placement ne se fondent pas sur le principe d'un retour à une croissance vigoureuse aux États-Unis et autres pays aux économies matures. Nous continuons de trouver les évaluations d'entreprises attrayantes, et la qualité et le potentiel des opportunités de placements boursiers, élevés. Nous prévoyons que les actions procureront des rendements variant de 6 % à 14 % au cours des cinq prochaines années, sur la foi d'hypothèses raisonnables en ce qui touche à la rentabilité, aux dividendes et aux ratios cours-bénéfices. Par opposition, les rendements obligataires ne devraient pas dépasser les 2 % à 3 %, et nos portefeuilles demeurent donc sous-pondérés dans cette catégorie d'actif.



### Révision de nos prévisions à l'égard de la croissance aux États-Unis

Au deuxième trimestre, le PIB réel des États-Unis a augmenté de 3,0 % par rapport à l'année dernière, tandis qu'en termes nominaux, l'économie américaine s'établit actuellement à 3,9 % de plus que l'an dernier et à 0,6 % de plus que le sommet de 2008. La croissance économique se déroule comme nous avons prévu : forte hausse des investissements des entreprises en machinerie et matériel, reconstitution des stocks, dépenses de consommation modestes. Tous les indicateurs industriels continuent de tendre vers une progression soutenue. En juillet, la production industrielle et les commandes de biens durables étaient en hausse de 6,2 % et 11,6 % respectivement par rapport à l'année précédente. Pour cette même période, soulignons également que le chargement des trains de marchandises et la consommation de diesel affichent une hausse de 5,7 % et 7,9 % respectivement.

Depuis le début de l'année, la création d'emploi est plutôt modeste, mais soutenue. Ainsi entre janvier et août, le secteur privé aux États-Unis a créé 763 000 emplois, pour une moyenne de 95 000 par mois. À ce rythme, s'il est maintenu, l'emploi sera en hausse de 1,1 % dans le secteur privé en 2010, ce qui ne suffira pas à réduire de façon marquée le taux de chômage, qui est actuellement de 9,6 %. Cependant, ce taux de création d'emploi conjugué à une hausse moyenne des salaires de l'ordre de 2 % est en adéquation avec la hausse d'environ 3 % de la rémunération totale sur le marché de l'emploi.

Si la création d'emploi a été lente, le nombre d'heures travaillées dans le secteur privé, en

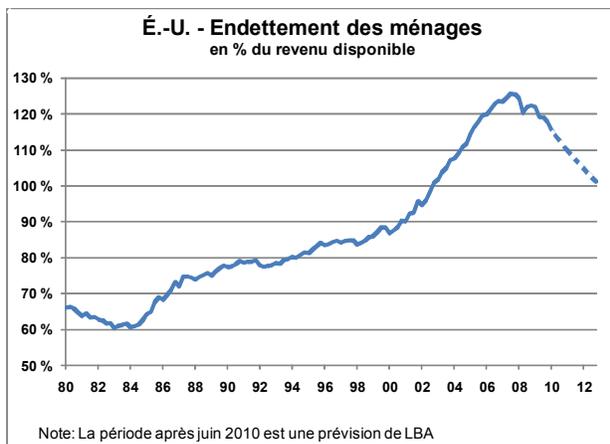
revanche, est en bonne voie d'augmenter de 2,4 % pour l'année 2010. Il est assez normal qu'en période de récession, le nombre d'heures travaillées augmente plus rapidement que le nombre d'emplois créés. Si le nombre d'emplois se met à augmenter à un rythme comparable à celui de la hausse des heures travaillées, nous observerons un niveau respectable de croissance de la rémunération – dans les 4 % – et un recul progressif du taux de chômage. Nous pensons qu'ultimement, la situation sera entre les deux scénarios.

Comme nous l'avons souligné dans le passé, notre scénario de croissance pour les États-Unis était tributaire d'un redressement vigoureux en 2010, suivi d'une période plus longue de faible croissance découlant des restrictions budgétaires et de la hausse du taux d'épargne. Nous estimons, à l'heure actuelle, que le PIB réel pourrait afficher une hausse de 3,0 % pour 2010, ce qui représente le minimum de notre prévision initiale en matière de croissance pour cette année. Un redressement plus lent que prévu dans le marché de l'emploi, un taux d'épargne plus élevé – cette statistique ayant été révisée à la hausse au cours de l'été – et un rythme de croissance plus rapide des importations que des exportations, sont autant de facteurs qui nous mènent à tempérer nos prévisions de croissance pour l'année en cours.

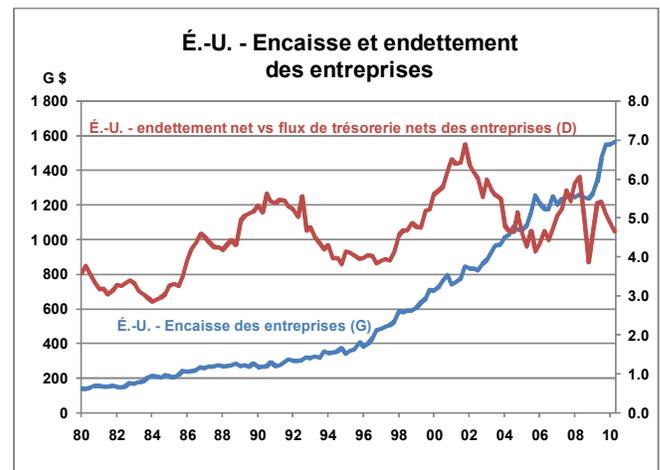
Nous sommes convaincus de la très faible probabilité que l'économie américaine retombe en récession. Comme nous l'avons précisé plus haut, les tendances des données actuelles soutiennent plutôt la thèse d'une expansion de l'activité économique. En outre,

notre confiance dans une croissance durable repose sur trois raisons fondamentales.

D'abord, les dépenses des ménages pourraient augmenter davantage, même si les consommateurs sont en mode de désendettement. L'endettement des ménages a atteint un niveau record de 13 410 milliards \$ au troisième trimestre de 2008, ce qui représentait alors 120 % du revenu disponible. Au deuxième trimestre de 2010, l'endettement des ménages avait diminué de 507 milliards \$ pour se fixer à 12 905 milliards \$, soit 114 % du revenu disponible. Entretemps, les ménages ont épargné 1 118 milliards \$ et le taux d'épargne est passé de 4,5 % à 6 %. Selon une hypothèse conservatrice voulant que la totalité de la diminution de la dette ait été financée par l'épargne – quoiqu'il soit plus probable qu'une partie de la diminution soit attribuable à des radiations – les consommateurs auraient utilisé 45 % de leurs épargnes pour réduire leur dette. Malgré le fait d'avoir augmenté leur taux d'épargne et diminué leur niveau d'endettement, les ménages ont dépensé 83 milliards \$ de plus au deuxième trimestre de 2010 qu'au troisième trimestre de 2008.



À l'avenir, selon l'hypothèse d'une croissance de 2,5 % à 3,5 % du revenu disponible et d'un taux d'épargne stable au niveau actuel de 6 %, les ménages pourraient épargner 700 milliards \$ annuellement. En supposant que le tiers de ces épargnes soit consacré au remboursement de dette, le niveau d'endettement diminuerait de 230 milliards \$ par année. Selon ce scénario, le ratio de l'endettement des ménages sur leur revenu disponible passerait à 100 % d'ici la fin de 2012, retrouvant ainsi le niveau de 2003. Les dépenses des ménages augmenteraient au même rythme que le revenu disponible, soit entre 2,5 % et 3,5 % par année, en termes nominaux, ou entre 250 et 350 milliards \$ annuellement.



Ensuite, la thésaurisation des soldes d'encaisse, effectuée par les sociétés non financières américaines par précaution, est peu attrayante car le rendement ainsi généré est presque nul. La trésorerie et les quasi-espèces que détiennent les entreprises sont ainsi passées de 1 185 milliards \$ au dernier trimestre de 2007, à 1 510 milliards \$ au deuxième trimestre de 2010. Les sociétés non financières américaines ne sont pas fortement endettées : ratio dette nette aux flux de

trésorerie de 4,5x, couverture des intérêts débiteurs nets par la trésorerie de 4,8x.

Nous pensons que les sociétés non financières américaines commenceront sous peu à remettre leur argent au travail. D'un point de vue strictement économique, l'impact le plus senti découlerait d'une décision des entreprises d'augmenter leurs dépenses d'investissement. Autrement, les entreprises pourraient affecter leurs ressources à l'augmentation des distributions aux actionnaires, soit par une hausse des dividendes ou par des rachats d'actions, ou procéder à des fusions et acquisitions. Ces deux dernières possibilités seraient les plus favorables aux investisseurs des marchés boursiers. Les entreprises adopteront probablement des stratégies alliant ces trois voies afin de faire fructifier les fonds disponibles.

Enfin, étant donné que les secteurs de l'économie américaine les plus sensibles aux taux d'intérêt affichent déjà un très faible ratio par rapport au PIB, il est difficile de prévoir de nouveaux reculs notables. Les quatre secteurs les plus touchés par les taux d'intérêt et la confiance des consommateurs et des entreprises sont les biens de consommation durables, l'immobilier résidentiel, l'immobilier commercial et l'investissement en machinerie et matériel. Tous ces secteurs ne se sont pas encore redressés significativement et sont encore bien en deçà de leur moyenne à long terme, bien que l'investissement en matériel a commencé à remonter la pente.

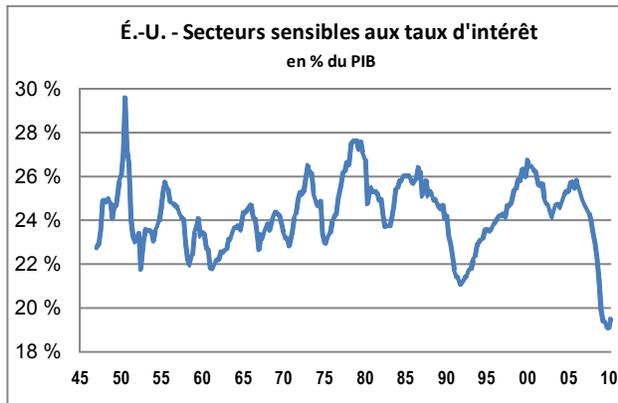
Les dépenses en biens durables consistent essentiellement en achats de voitures et de pièces, qui comptent pour 62 % de cette catégorie. Les ventes d'automobiles s'établissent actuellement à 11,3 millions

d'unités – à ce jour en 2010 – contre 10,4 millions en 2009. Les ventes de voitures sont néanmoins de 31 % inférieures au volume moyen prévalant de 1998 à 2008, et bien en deçà du seuil de 15 millions d'unités requis pour stabiliser la flotte d'automobiles.

La disponibilité, ou plutôt l'indisponibilité du crédit, a évidemment été un facteur prépondérant de la contraction observée en 2009, car les entreprises de l'industrie automobile et leurs divisions de financement étaient dans une situation financière catastrophique, ce qui n'est plus le cas aujourd'hui. Dans une perspective de court à moyen terme, nous ne pensons pas assister à une métamorphose des modèles de développement urbain ni à une amélioration notable des infrastructures de transport en commun. Ajoutons à cela la croissance soutenue du nombre de conducteurs et il y a tout lieu de penser que le volume actuel de ventes d'automobiles est déjà bien en deçà de la tendance et ne devrait pas reculer davantage.

En ce qui touche à l'investissement dans le secteur résidentiel, les mises en chantier s'établissent à une moyenne de 575 000 par année depuis le début de 2009. Selon nos estimations, les États-Unis ont besoin d'environ 1,5 million de nouvelles maisons chaque année pour répondre aux besoins d'une population grandissante et du cycle de remplacement des vieilles maisons. Compte tenu de l'engorgement actuel du secteur résidentiel, qui compte environ 2 millions de maisons non vendues, on pourrait devoir attendre de 2 à 3 ans avant que cette offre soit écoulee, car certaines de ces maisons ne sont pas dans des régions à forte croissance démographique, ou ne sont pas particulièrement attrayantes pour l'acheteur

potentiel. Néanmoins, le rythme actuel de nouvelles mises en chantier par année semble être un volume de construction plus près du creux et peu susceptible de chuter davantage.



Depuis la Deuxième guerre mondiale, la part du PIB que représentent ces quatre secteurs combinés a typiquement reculé de 1,5 % à 4,0 % pendant les périodes de récession. Au cours du cycle actuel, ces secteurs ont reculé

de 5,5 % pour représenter 19 % du PIB au premier trimestre de 2010, un nouveau creux historique. Le scénario selon lequel l'économie américaine retombera en récession équivaldrait à prévoir une nouvelle chute marquée de ces quatre secteurs d'activité. Or nous voyons peu de signes justifiant une telle anomalie historique.

Nous demeurons persuadés que l'économie américaine se prépare à traverser une période de très faible croissance, de l'ordre de 1,0 % à 2,0 %, en raison de l'incidence cumulée des restrictions budgétaires et d'un scénario dans lequel le taux d'épargne des ménages se maintient dans une fourchette de 6 % à 8 %. Si les ménages devaient opter pour un taux d'épargne un peu plus faible, disons d'environ 4 %, cela aurait pour effet de stimuler la croissance du PIB d'environ 1 % pour la porter à 2 % à 3 %.

## L'économie mondiale en revue

Afin d'évaluer la vigueur de la reprise économique dans les pays développés et dans les économies en émergence, nous avons construit deux indices mondiaux des ventes au détail et de la production industrielle. Ces séries captent environ 86 % de l'activité économique mondiale dans ces secteurs – sur la base de la part combinée du PIB mondial. Selon nos calculs, la croissance moyenne au cours des trois derniers mois par rapport à la même période l'an dernier est de 7,4 % pour les ventes au détail et de 9,1 % pour la production industrielle à l'échelle mondiale. Ces données vigoureuses sont étroitement liées à la croissance observée en Asie et en Amérique latine. Au cours des douze derniers mois, le PIB réel de la Chine a

augmenté de 10,3 %, celui de l'Inde de 8,8 %, et ailleurs en Asie du sud-est on observe des taux de croissance de 6 % et plus. En Amérique latine, le Brésil affiche une croissance de 8,8 % et le PIB réel du Mexique a augmenté de 7,6 %.

L'économie canadienne s'est bien sortie de la récession. Au cours des douze derniers mois, le PIB réel a augmenté de 3,4 %, tandis que le PIB nominal croissait de 6,7 %. Le marché du travail continue de s'améliorer. En effet, tous les emplois perdus pendant la récession ont été récupérés au cours de la dernière année et l'emploi est en hausse de 2,4 % au-dessus du niveau de l'an dernier. Sur le plan budgétaire, l'Ontario et la Colombie-Britannique ont annoncé récemment que leur

déficit pour l'exercice 2010-2011 sera sans doute inférieur à ce qui était prévu. L'économie canadienne devrait enregistrer une croissance de 3,0 % en 2010 et nous prévoyons une croissance moyenne d'environ 2 % à moyen terme.

Dans la zone euro, l'activité économique poursuit son expansion, en dépit des nombreux défis qu'ont dû relever plusieurs pays de la zone dans leurs marchés obligataires respectifs pendant la première moitié de l'année. Le PIB réel a augmenté de 1,9 % dans la région au cours de la dernière année et il enregistre une hausse depuis quatre trimestres consécutifs. L'Allemagne affiche les données les plus vigoureuses, car la faiblesse de l'euro favorise ses exportations et la position budgétaire vigoureuse du gouvernement en a soutenu le niveau de dépenses. Par conséquent, le PIB réel en Allemagne est en hausse de 3,7 % pour les douze derniers mois, contre 1,9 % en France,

1,3 % en Italie et -0,1 % en Espagne. La situation continue de se redresser au Royaume-Uni, où le PIB réel enregistre une hausse de 1,7 % sur l'an dernier.

Dans l'ensemble, l'évolution économique actuelle correspond à nos prévisions. Les économies des pays développés opéreront une transition vers une période de croissance plus lente, de l'ordre de 1 % à 2 %; c'est que la consolidation budgétaire et, particulièrement pour les pays anglo-saxons, la hausse du taux d'épargne et la faible consommation qui s'ensuit, auront une incidence sur la croissance en 2011 et au-delà. Inversement, les finances publiques sont stables et les niveaux d'endettement des ménages sont faibles dans les économies en émergence, où les perspectives de croissance demeurent brillantes. Nous pensons donc que le PIB réel mondial croîtra à un rythme de 2,5 % à 3,0 % au cours des quelques prochaines années.

### Stratégie de placement – les obligations

Les taux d'intérêt ont chuté plutôt brusquement au cours du dernier trimestre, au vu de l'incertitude entourant la vigueur et la durabilité de la reprise aux États-Unis. De nombreux investisseurs ont en effet préféré parquer leurs fonds dans des titres gouvernementaux et, entre avril et septembre, les taux des titres de 2 ans sont passés de 1,10 % à 0,40 %, tandis que les titres de 10 ans passaient de 3,85 % à 2,50 %. Au Canada, les taux des titres de 2 ans et 10 ans passaient de 2,00 % à 1,40 % et de 3,70 % à 2,75 %. Étonnamment, les taux des titres à plus long terme ont reculé malgré que la Banque du Canada ait fait passer le taux du financement à un jour de 0,25 % à 1,0 % en trois réunions consécutives.

Aux États-Unis, les taux des titres à moyen et à long terme demeurent encore aujourd'hui en deçà d'il y a 12 mois. Cela s'explique en partie par l'absence d'emprunts par le secteur privé. De fait, l'épargne de la part des entreprises et des ménages a complètement contrebalancé l'énorme demande de fonds de la part du gouvernement, et une bonne partie de cette épargne passe dans les obligations. L'examen des flux de trésorerie nets dans les fonds communs de placements américains entre septembre 2008 – au début de la crise du crédit – et août 2010, révèle que les fonds d'actions ont subi des retraits de 167 milliards \$ tandis que les fonds d'obligations enregistraient des rentrées de 500 milliards \$. De plus, l'on constate par la

situation financière des banques commerciales au cours de cette même période qu'elles ont accumulé 438 milliards \$ de plus sous forme de titres du Trésor ou garantis par un organisme gouvernemental.

Nous pensons qu'à court terme les taux d'intérêt commenceront à grimper lorsque la demande de fonds de la part du secteur privé

reprendra et que les investisseurs commenceront à se détourner lentement des obligations – qui n'offrent guère de rendement en ce moment. Par conséquent, nos perspectives de rendement sont assez faibles en ce qui touche aux obligations canadiennes et nous avons positionné nos portefeuilles de titres à revenu fixe de manière défensive.

### Stratégie de placement – les actions

Les cours boursiers ont été volatils ces derniers mois, reculant abruptement au printemps pendant les bouleversements sur les marchés européens des titres d'emprunt, avant de rebondir vers la mi-août. Au cours des douze derniers mois, le rendement total de l'indice mondial MSCI, exprimé en dollars CA, est de 2,5 %. Les indices nord-américains affichent de meilleurs résultats : 5,8 % pour le S&P 500 et 11,6 % pour l'indice composé TSX.

À l'examen des évaluations de titres, la plupart des indices boursiers se négocient entre 11x et 14x le bénéfice attendu en 2010, exception faite du Japon et du Canada qui se transigent aux alentours de 17. Les taux de dividendes moyens sont de 2,6 % au Canada, 2,0 % aux É.-U., 3,7 % en Europe et 1,8 % au Japon. Il s'agit là d'évaluations raisonnables, particulièrement lorsqu'on les compare aux taux obligataires actuels. En outre, nous prévoyons une croissance des bénéfices des entreprises à moyen terme.

Nous demeurons convaincus que les marchés boursiers offrent de bonnes occasions de réaliser des placements en titres de qualité et offrant un potentiel de rendement intéressant. Les sociétés présentées ci-dessous sont quelques exemples des positions en

portefeuille qui pourront profiter de la croissance mondiale.

**Carrefour**, deuxième plus grand détaillant dans le monde, affiche un chiffre d'affaires de 107 milliards € et compte plus de 15 500 magasins répartis dans 34 pays. Un placement dans Carrefour offre une présence dans des marchés développés générateurs de trésorerie comme celui de la France, aussi bien que dans les marchés en émergence à forte croissance comme ceux de la Chine et du Brésil. La société a entrepris un programme triennal de transformation devant mener à une efficacité accrue et à une réduction des coûts de l'ordre de 3,1 milliards € et du fonds de roulement de 1,4 milliards €. En outre, la direction envisage de recentrer ses gammes de produits en un nombre moindre de catégories, et de revisiter le concept d'hypermarché afin de mettre en valeur l'attrait de ses produits autres que d'épicerie. Carrefour vise une croissance du chiffre d'affaires annuel et du bénéfice de 7 % et 15 % respectivement au cours des cinq prochaines années. Si la direction atteint son objectif, le bénéfice par action pourrait passer des 2,50 € actuels à 6 € d'ici 2015. Cela pourrait se traduire, avec un multiple de 13x, par un cours de l'action à 80 €; le titre se négocie actuellement aux alentours de 40 €.

**Wal-Mart** est le plus grand détaillant dans le monde et affiche un chiffre d'affaires de 405 milliards \$. Chef de file incontesté aux États-Unis, l'entreprise se targue d'offrir à sa clientèle un produit de qualité pour leur argent grâce à sa politique du « bas prix tous les jours ». La division internationale de l'entreprise compte pour environ 27 % du chiffre d'affaires total, et enregistre une croissance près de trois fois plus rapide que celle du groupe aux États-Unis. De fait, Wal-Mart est le deuxième détaillant en importance au Royaume-Uni, le premier au Mexique, et connaît une croissance rapide au Canada, en Chine et au Brésil, ainsi que dans diverses régions en Amérique latine. Selon nous, le potentiel de croissance du bénéfice par action est de l'ordre de 10 % par année dans un avenir proche. Le titre se négocie actuellement à 12x le bénéfice attendu en 2011 et offre un dividende de 2,5 %.

**Agrium** est un important distributeur au détail de produits et services agricoles en Amérique du Nord et du Sud, et un producteur et distributeur à l'échelle mondiale de nutriments agricoles et de produits industriels. La société produit et met en marché trois grands groupes de nutriments : azote, phosphate et potasse, ainsi que des engrais et micronutriments à libération contrôlée. La société génère un revenu annuel de 10 milliards \$.

Bien que l'essentiel des revenus d'Agrium provienne de ses activités en Amérique du Nord, la société tire profit de l'expansion démographique mondiale et de la hausse du niveau de vie dans les économies en émergence. La progression du revenu mène à une consommation accrue de protéines, ce qui en retour exige une production accrue de céréales destinées à l'alimentation du bétail. La superficie per capita des terres arables étant en recul, les agriculteurs partout dans le

monde doivent trouver des moyens d'augmenter leur production, et cela passe entre autres par l'utilisation d'engrais.

Les agriculteurs nord-américains sont de grands exportateurs de céréales, et Agrium est en bonne position pour desservir ce marché car la société dispose du plus grand réseau de centres de détail de produits agricoles en Amérique du Nord. L'entreprise a également investi en dehors de l'Amérique du nord – notamment en Argentine et en Égypte – afin de tirer profit du faible coût du gaz naturel, élément incontournable de la production d'azote. Le titre d'Agrium se négocie actuellement à 10x le bénéfice attendu en 2011.

**Kimberly-Clark** est une société d'envergure mondiale de produits de santé et d'hygiène, particulièrement les produits de soins corporels, le papier-mouchoir et les produits de sa division professionnelle et soins de santé. La société enregistre un revenu annuel d'environ 20 milliards \$, et met en marché des produits d'hygiène et d'entretien tels que Huggies, Kleenex, Scott, Depend et WypAll.

La société est fermement implantée en Amérique du Nord, où elle génère environ 53 % de ses revenus. Elle a progressivement accru sa présence dans les économies en développement, qui représentent aujourd'hui près du tiers de son chiffre d'affaires, et où les revenus et bénéfices ont progressé de 13 % et 14% par année respectivement au cours des cinq dernières années. Kimberly-Clark est chef de file ou deuxième en importance dans la plupart de ses gammes de produits en Amérique latine, en Asie du Nord et du Sud, ainsi qu'au Moyen-Orient, en Europe de l'est et en Afrique. L'utilisation du papier-mouchoir et autres produits absorbants est beaucoup moins élevée dans ces régions que dans les

économies développées, ce qui représente un fort potentiel de croissance future.

La société poursuit son expansion dans les catégories de produits adjacents dans ses marchés matures. La division professionnelle offre ainsi des produits d'hygiène et de protection – produits pour salles de bains, gants, masques et casques – en milieu de travail. La division des soins de santé fournit des instruments – cathéters, tubes, pompes – et des fournitures – gants, masques, blouses et bandages – aux hôpitaux.

Le titre de Kimberly-Clark se négocie actuellement à environ 12x le bénéfice attendu en 2011 et paie un dividende de 4 %. La société affiche une solide situation financière, une dette nette par rapport au BAIIA d'environ 1,0x, et une couverture d'intérêt de plus de 15x.

---

*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.*