

# Letko, Brosseau & Associés Inc.

## Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

PERSONNEL ET CONFIDENTIEL  
Juin 2008

Dans notre analyse de la conjoncture économique et des marchés financiers du mois de mars, nous suggérions que les bouleversements que connaissent les marchés du crédit, pour graves qu'ils étaient, devraient se calmer et les pertes du secteur bancaire en découlant, se résorber peu à peu pendant l'année. La chute abrupte de valeur du dollar US favorisait alors considérablement le secteur des exportations des États-Unis et nous estimions que cela appuierait la croissance, même lente, de cet important acteur de l'économie mondiale.

Depuis lors, un nouvel élément est entré en jeu et a entraîné une détérioration supplémentaire de la conjoncture économique. Il s'agit de la flambée du prix de l'énergie.

À la fin du mois de mars, le baril de brut se négociait à 100 \$, et il a récemment franchi la barre des 140 \$. Depuis le début de 2007, c'est donc de 80 \$ que le prix du brut a grimpé, ce qui a imposé à l'économie mondiale le poids d'un coût différentiel supplémentaire de 2,5 trillions de dollars. À 140 \$ le baril de pétrole, la consommation représenterait 7,3 % du PIB mondial, contre 3,9 % lorsque le prix était de 60 \$. Le sommet précédent, de 6,6 %, avait été atteint au cours de la période 1979-1981; s'ajoutaient alors des taux d'intérêt record, ce qui avait contribué à un ralentissement économique généralisé.

Les consommateurs commencent tout juste à adapter leur comportement à cette hausse spectaculaire des prix de l'énergie. Ainsi, la consommation a diminué d'environ 350 000 barils par jour, soit 1,7 % de la consommation quotidienne aux États-Unis. Dans d'autres économies développées, la consommation est stable ou en baisse. Il s'agit selon nous des premières mesures d'ajustement de la part des entreprises et des consommateurs.

Les pays en développement n'ont pas encore enregistré de recul de la demande. Il faut rappeler à cet égard que le prix du pétrole est soutenu par l'État dans nombre de pays. Certains grands pays – Inde, Chine, Malaisie et Indonésie – ont récemment réduit leur soutien et ont laissé les prix augmenter sur leur marché domestique. Au chapitre de l'offre, l'Arabie Saoudite et le Koweït ont annoncé de modestes augmentations de la production. En outre, les travaux de forage se poursuivent partout sur la planète. Si l'on suppose un certain succès dans l'exploration et une consommation

plus prudente, il est possible que les prix se stabilisent, voire qu'ils diminuent un peu.

Nous croyons que l'impact sur l'activité économique de la récente hausse des coûts de l'énergie ne se reflète pas encore dans les derniers indicateurs économiques rendus disponibles. Au premier trimestre, alors que le baril se négociait à un prix moyen de 93 \$, le PIB réel aux États-Unis a progressé de 2,5 % par rapport à l'année précédente, car les exportations ont augmenté de 18 %. Cependant, des données plus récentes indiquent une croissance plus lente par rapport à l'année antérieure, le marché de l'emploi affichant une baisse de 0,3 % en juin, la production industrielle, de 0,1 % en mai, et les ventes au détail progressant de 2,5-3,0 % en avril et mai.

Lorsque nous nous tournons vers l'avenir, un élément clé de cette analyse est la part que les coûts plus élevés de l'énergie accapareront de toute hausse du revenu personnel disponible. À un prix moyen de 120 \$ le baril de pétrole, le coût total de l'énergie aux États-Unis aura augmenté de 300 milliards de dollars, ou 50 %, pour passer à 900 milliards de dollars en 2008. Avec une hausse prévue des revenus disponibles de 500 milliards, l'augmentation des coûts peut sembler soutenable. Cependant, ces chiffres ne laissent que 200 milliards de dollars pour la croissance des 9,3 trillions de dollars que totalisent les autres dépenses de consommation. Que cela entraîne ou non une récession aux États-Unis, il en résultera certainement des conditions économiques plutôt stagnantes d'ici la fin de l'année 2008.

Les pays faisant face depuis plus longtemps à des prix élevés de l'énergie – en Europe, par exemple – semblent s'ajuster plus facilement. Ainsi la production industrielle dans la zone euro enregistrait en avril une hausse de 3,9 % par rapport à l'année précédente. Cependant, les statistiques publiées récemment pour le mois de mai révélaient un ralentissement de la production industrielle et des ventes au détail en Allemagne. Comme pour les États-Unis, il est sans doute trop tôt pour avoir une idée juste des répercussions de la hausse du prix du pétrole.

Ailleurs dans le monde, les principales économies en émergence – Chine, Inde, Brésil et Russie – enregistrent une croissance vigoureuse, et si leurs économies subiront vraisemblablement les contrecoups du ralentissement des économies développées et d'une

hausse de l'inflation, la croissance devrait y demeurer marquée, car il reste fort à faire dans ces pays pour rattraper les économies plus matures des pays développés.

Dans ce contexte d'inflation de presque toutes les matières premières, l'on attendrait forcément des banques centrales qu'elles réagissent en haussant les taux d'intérêt. En Europe, le taux des fonds à un jour a augmenté de 0,25 % depuis la fin de l'année dernière. Mais aux États-Unis, la menace que pose la crise du crédit inquiète davantage, avec comme résultat que la Réserve fédérale maintiendra les taux à court terme peu élevés jusqu'à ce que la situation se stabilise dans le système bancaire et que l'économie retrouve la voie de la croissance.

Les marchés boursiers mondiaux sont très faibles depuis le début de l'année. Les indices boursiers (exprimés en monnaie locale) ont reculé de 25 % en Europe, de 15 % au Japon et de 24 % à Hong Kong, et aux États-Unis le S&P 500 affiche une baisse de 15 %. Les évaluations courantes indiquent que sur les marchés mondiaux les titres se négocient à un ratio cours-bénéfice de 14 fois les prévisions pour l'année en cours, et de 13 fois les bénéfices prévus pour 2009.

L'examen des marchés par industrie révèle que nombre de secteurs sont évalués de manière très prudente. Ainsi les cours des actions des pétrolières reflètent un prix d'environ 65 – 70 \$ le baril, ce qui est loin du prix actuel du pétrole. Aussi ces titres se négocient-ils à très forte escompte par rapport à la valeur nette de l'actif. Ces sociétés demeurent des éléments importants de nos portefeuilles.

Dans le secteur des services financiers, d'énormes provisions ont été constituées dans la foulée de la crise des hypothèques à risque et du crédit. Entre les mois de juillet 2007 et mai 2008, le système bancaire mondial a enregistré des réductions de valeur de l'ordre de 265 billions de dollars. Ce montant est légèrement

supérieur à notre estimation antérieure des pertes totales – 235 billions de dollars – dans l'ensemble des catégories de prêts à l'exclusion des obligations de sociétés. Nous prévoyons que les provisions futures seront concentrées dans les segments des prêts traditionnels, comprenant les cartes de crédit, les prêts à la consommation et aux entreprises. Ceux-ci sont notablement moins élevés et par conséquent nous prévoyons que le provisionnement pour pertes, y compris les réductions de valeur, s'atténuera au fil de l'année. Dans le secteur bancaire, la rentabilité devrait s'améliorer considérablement une fois les réserves générales reconstituées et les bénéfices du redressement des écarts de crédit réalisés. Les évaluations sont très raisonnables, les titres de plusieurs banques se négociant selon des ratios cours-bénéfice fondés sur des profits plus normaux de 5 à 7x, et affichant des taux de dividendes courants de 5 à 8 % et plus.

Deux secteurs offrent des revenus stables, des flux de trésorerie élevés et d'excellentes situations financières : les soins de santé et les télécommunications. Dans le secteur des soins de santé, les évaluations sont plus raisonnables qu'elles ne l'ont été pendant plusieurs années; les ratios cours-bénéfice s'établissent autour de 10x et plusieurs sociétés offrent des taux de dividendes très intéressants. Il en va de même des télécommunications, où la croissance des bénéfices demeure vigoureuse, particulièrement dans le segment des services sans fil.

En conclusion, la conjoncture actuelle pose un certain nombre de difficultés, mais nous estimons que nombre de celles-ci se reflètent déjà dans les cours actuels, et c'est précisément en cela que les marchés offrent de belles opportunités. Nous estimons que les actions proposent aujourd'hui un potentiel de rendement bien plus intéressant que les obligations.

---

*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.*

### Letko, Brosseau & Associés

1800 Avenue McGill College  
Bureau 2510  
Montréal, Québec H3A 3J6  
Téléphone : 514-499-1200  
800-307-8557

130 Adelaide Street West  
Bureau 3200  
Toronto, Ontario M5H 3P5  
Téléphone : 647-426-1987  
800-307-8557