

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

La Grande crise financière de 2007-08 a provoqué l'une des contractions les plus graves de l'économie et la plus forte chute des Bourses mondiales depuis les années 1930. Il est connu que les causes de la crise financière mondiale se trouvaient aux États-Unis. Ce que l'on sait peut-être moins, c'est que les premiers germes de la crise sont apparus bien avant l'avalanche de prêts hypothécaires toxiques en 2005-07, et avant même la période de taux d'intérêt faibles et stables de 2001-04, qui a amorcé la bulle de l'immobilier résidentiel. Ce qui est plus mal compris encore, c'est que, si cette bulle a déclenché l'une des récessions et des crises financières les plus graves du passé récent, c'est essentiellement à cause de la convergence de trois facteurs : le surendettement des consommateurs, l'adoption généralisée de modes de financement non traditionnels et mal réglementés, et le recours à un effet de levier financier excessif.

Cinq ans après les sommets de l'activité économique et des indices boursiers d'avant la crise, il nous semble utile de faire le point sur ses origines et son déroulement, afin de mieux comprendre quel stade du redressement nous avons maintenant atteint et à quoi nous pouvons nous attendre du point de vue de l'évolution des prix des actifs financiers. La reprise progresse essentiellement comme nous l'avions prévu et la conjoncture mondiale s'améliore. La faiblesse historique des taux d'intérêt dans les pays développés résulte selon nous des mesures exceptionnelles qu'ont exigées des circonstances d'exception. Les taux obligataires ne pourront se maintenir à leurs niveaux actuels et leur profil risque-rendement est peu attrayant. En Bourse, les titres se négocient à des cours égaux ou inférieurs à leur juste valeur et leurs taux de dividendes, dépassant ceux des obligations d'État à dix ans des pays développés, en font la plus attrayante catégorie d'actifs.

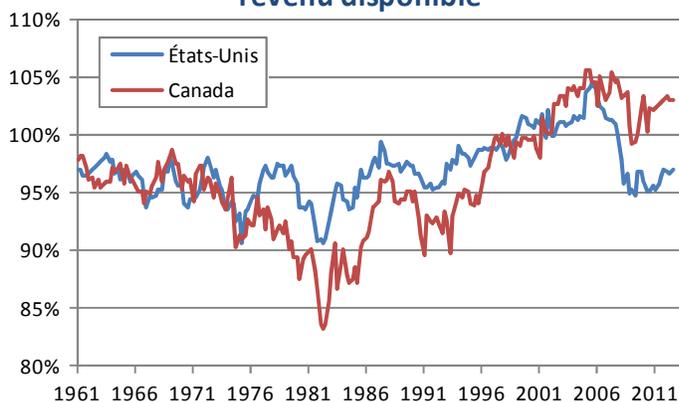


Le consommateur américain vivait au-delà de ses moyens

L'histoire débute au milieu des années 1990, quand les dépenses des consommateurs américains ont commencé à dépasser largement les normes antérieures (graphique 1). Leurs dépenses totales – dépenses personnelles et logement – ont commencé à dépasser la moyenne historique de 97 % du revenu disponible en 1993. En 1999, elles ont franchi la barre de 100 %. De 1999 à 2005, pour chaque dollar après impôts gagné, les consommateurs américains ont dépensé environ 1,01 \$ en biens, services et logement. Pour ce faire, ils ont augmenté leurs emprunts, bénéficiant de taux d'intérêt modiques et de la grande accessibilité du crédit. En 2005, leurs dépenses totales ont culminé à 104 % du revenu après impôts.

Graphique 1

Dépenses du consommateur* en % du revenu disponible



* Dépenses sur biens, services et construction résidentielle
Source: Statistics Canada, Bureau of Economic Analysis

Entre 1994 et 2007, le revenu disponible des ménages a progressé de 5,5 % par an, et leur endettement a monté de 6,7 %, essentiellement parce que les emprunts hypothécaires ont augmenté de 9,5 %. Jusqu'alors, les principaux bailleurs de crédit hypothécaire étaient les banques et des agences hypothécaires paragouvernementales, tels que Fannie Mae et Freddie Mac. En 2004 encore, ces fournisseurs conventionnels détenaient 84 % des crédits hypothécaires tandis que de nouveaux bailleurs de fonds, tels que les émetteurs de titres adossés à des créances et les sociétés financières spécialisées, n'avaient que 8 % du marché. En 2007, la part de ces derniers avait monté en flèche, atteignant 26 %.

L'innovation financière s'emballe

Deux des trois grands facteurs qui ont exacerbé la récession causée par la crise financière ont été le recours massif à des modes de financement non conventionnels (le « système bancaire parallèle ») et les excès de dépense des consommateurs. Les taux d'intérêt étant modiques, les investisseurs cherchaient des placements offrant un rendement plus élevé. Pour répondre à cette demande, les émetteurs de titres adossés et les sociétés financières ont lancé des titres hypothécaires négociables dits « à risque », « Alt-A » et « Jumbo », souvent composés d'un amalgame de créances diverses. Ces titres de basse qualité, non conformes aux critères de souscription des bailleurs de fonds traditionnels, étaient placés directement sur les marchés obligataires, alors que les banques finançaient leurs activités à l'aide de dépôts.

Quand il s'est avéré que certains emprunteurs en cause ne pouvaient pas honorer leurs engagements de remboursement, les investisseurs ont commencé à bouder ces titres, ce qui a resserré l'accès au crédit des ménages américains. En 2006, les créanciers hypothécaires non traditionnels avaient émis pour 640 milliards de dollars de nouveaux crédits. De là à la fin de 2008, ce secteur avait retiré l'équivalent de 1 000 milliards de dollars en hypothèques. Le resserrement du crédit s'est propagé à d'autres secteurs connexes, notamment le crédit automobile et le financement des cartes de crédit et du

matériel de production. L'impact de l'exode des investisseurs a été important car 40 % environ des 35 800 milliards de dollars de crédits en circulation avaient été placés par l'entremise du système bancaire parallèle.

L'effet de levier aggrave le resserrement du crédit et la récession est déclenchée

Les répercussions sur l'économie se sont manifestées très rapidement. Dès la fin de 2007, les dépenses totales des consommateurs sont retombées à 100 % du revenu disponible et, en mars 2009, sous l'effet du resserrement du crédit et de la priorité attribuée à l'épargne par les particuliers, ce ratio avait reculé à 95 %. Les incidences sur les marchés financiers ont aussi été sérieuses. Quand le public a découvert l'ampleur des crédits hypothécaires douteux détenus par les banques, la confiance envers le système bancaire s'est effondrée, d'autant plus que l'effet de levier (ratio de l'actif sur les fonds propres) des intermédiaires financiers, et surtout des courtiers en valeurs mobilières, était très élevé – de l'ordre de 30 à 40 fois. Alors que les excès des consommateurs et l'étendue des modes de financement non traditionnels avaient aggravé la récession, l'effet de levier des intermédiaires financiers a exacerbé la correction boursière. Du fait de la méfiance des investisseurs, ces institutions ne parvenaient plus à placer leur papier commercial à court terme, un problème qui s'est aussi posé pour les banques et les prêteurs spécialisés. La convergence de ces pressions a culminé au quatrième trimestre de 2008 par la faillite de Lehman Brothers.

La concentration des placements sur les titres d'État, la paralysie du marché des autres titres d'emprunt et l'ampleur de l'effet de levier ont obligé beaucoup d'intermédiaires financiers à liquider des portefeuilles. La chute des cours a eu un effet d'entraînement, aggravé par des appels de marge. L'indice S&P 500, qui avait atteint 1 565 en octobre 2007, est retombé à 675 en mars 2009 et les cours des actions américaines ont chuté de 57 %, la correction la plus forte depuis la Grande dépression.

La cavalerie américaine à la rescousse

En accord avec la Réserve fédérale, le gouvernement américain a adopté un train de mesures pour pallier à l'effondrement total du marché privé. Le plus urgent étant d'enrayer les liquidations forcées d'actifs financiers, la Fed et le Trésor américain ont créé une série de programmes de soutien des banques et non-banques n'ayant plus accès aux marchés des titres à revenu fixe, afin d'assouplir le crédit. Puis le gouvernement a adopté des mesures de stimulation totalisant 955 milliards de dollars pour contrer les effets de la baisse des dépenses des particuliers et des entreprises. Enfin, la Réserve fédérale a réduit à 0,25 % le taux à court terme, dans le but aussi de stimuler l'activité. Ensemble, ces mesures ont contribué à stabiliser, en 2009, une économie déjà sérieusement ébranlée. Par rapport à l'année précédente, le PIB réel a baissé de 3,3 % au T4 2008 et de 4,2 % au T1 2009.

La reprise : est-elle différente cette fois-ci ?

Étant conscients de l'ampleur de la crise, des efforts de désendettement du secteur privé et de la nécessité de remédier aux déséquilibres du secteur public, nous avons prévu que la reprise serait plus lente que les reprises antérieures.

Les investissements non résidentiels qui représentaient en moyenne 11,5 % du PIB en 2006-07, avaient chuté à 9,2 % à la fin de 2009 ; ils n'ont commencé à remonter qu'au milieu de 2010. Le terrain perdu a maintenant été presque entièrement reconquis ; les investissements non résidentiels atteignent 10,2 % du PIB et les bénéfices des entreprises ont fortement remonté : les marges sont proches de leur sommet et, sur l'ensemble de l'économie, les bénéfices n'ont jamais été aussi élevés.

Le marché du logement s'est enfin raffermi en 2012, cinq ans révolus après le début de la crise financière. Les mises en chantier de maisons sont en hausse de 80 % depuis le creux de la récession et de 40 % par rapport à 2011. Leur rythme annuel atteint 861 000 unités, mais il faudrait 1,5 -1,8 million d'unités nouvelles pour répondre à la demande dans le contexte démographique actuel. Les investissements résidentiels ont augmenté de 14,6 % par rapport à l'année dernière, les prix des maisons ont monté de 5 % et le stock de maisons à vendre baisse progressivement.

Comme on l'a vu, une des mesures importantes adoptées pour pallier à la baisse des dépenses des particuliers a été d'augmenter les dépenses publiques, si bien que le déficit public a augmenté à un rythme inconnu depuis la Deuxième Guerre mondiale : il est passé de 1,7 % du PIB en 2007 à 4,8 % en 2008 et 9,6 % en 2009. La situation financière de l'État s'améliore graduellement : en 2012, le déficit n'a probablement pas dépassé 7,7 % du PIB et, compte tenu des compromis sur le plafond de la dette qui interviendront nécessairement au premier semestre de 2013, nous prévoyons qu'il baissera à 5,9 % du PIB en 2013.

L'économie américaine se redresse ; il est rassurant de constater que l'économie et le système financier américain sont plus solides qu'en 2006. Tous les grands secteurs de l'économie américaine ont retrouvé leur équilibre, sauf le secteur public, dans lequel l'ajustement prendra encore quelques années. L'économie continue de créer peu à peu des emplois et la dette des consommateurs baisse. La capitalisation du secteur bancaire s'est améliorée ; le crédit est plus accessible ; le modèle traditionnel du courtier en valeurs mobilières n'existe plus ; et le système bancaire parallèle n'est plus que l'ombre de ce qu'il était au sommet de la crise. Néanmoins, les taux courts restent à 0 %, les taux longs n'ont pas été aussi bas en 200 ans et la Fed a récemment relevé sa cible d'inflation : nous y reviendrons.

Deux ans plus tard, la crise s'aggrave en Europe

Les marchés européens ont réagi à l'unisson de ceux des États-Unis en raison des liens étroits entre banques européennes et américaines, mais la zone euro souffre de problèmes structurels qui ne se sont pas manifestés avant que la reprise soit bien amorcée. Certains pays européens – l'Espagne, le Portugal, la Grèce et l'Irlande, ainsi que le Royaume-Uni, qui n'est pas membre de la zone euro – avaient des problèmes de surconsommation semblables à ceux des États-Unis. Dans la plupart de ces pays, l'ajustement des dépenses des consommateurs a commencé en 2007 et il était essentiellement achevé dès 2010.

Mais l'impact de la crise s'est intensifié en 2010. Le ralentissement de l'économie causé par la baisse des dépenses des consommateurs et des investissements résidentiels et par l'ampleur des déficits budgétaires – aggravés par les mesures anticycliques de stimulation – ont réduit les apports de capitaux étrangers vers les pays périphériques. En Europe, l'étranglement du crédit s'est manifesté environ deux ans après les États-Unis et la crise a été exacerbée par les liens interbancaires entre pays prêteurs et emprunteurs.

Les excès des pays périphériques financés par les pays épargnants

Les pays épargnants – l’Allemagne et les Pays-Bas – ont déversé une partie de leur épargne sur les pays emprunteurs de la périphérie. Contrairement aux États-Unis, l’Europe a continué d’utiliser le secteur bancaire traditionnel et les transferts de fonds ont été réalisés par le conduit interbancaire. Or, l’effondrement de Lehman avait fragilisé ce conduit car les banques se sentaient insuffisamment informées des positions sur titres toxiques américains détenues par leurs concurrents. Puis, en 2010, la découverte de la situation financière catastrophique de la Grèce a progressivement fermé aux banques des pays emprunteurs l’accès aux prêts interbancaires, et les banques créditrices ont commencé à s’interroger sur la valeur des titres d’emprunt souverains des pays européens affaiblis qui figuraient dans leur bilan.

Comme aux États-Unis, la Banque Centrale Européenne a dû intervenir pour protéger le fonctionnement de l’intermédiation entre les banques de la zone euro. La BCE a adopté diverses mesures pour assouplir le crédit dans les pays périphériques et pour rétablir la confiance envers les banques. Le resserrement du crédit et la baisse des dépenses publiques pour rééquilibrer les budgets des pays périphériques dans des délais beaucoup plus courts qu’aux États-Unis, au Canada et au Royaume-Uni ont provoqué une légère récession dans plusieurs pays européens en 2012.

Beaucoup reste à faire mais l’Europe se redresse

La conjoncture en Europe s’assainit mais la récession, quoique légère, persistera probablement en 2013 et la croissance ne reviendra qu’en 2014. Le taux d’épargne total élevé dans la zone euro a amorti l’impact du ralentissement de l’économie. Le problème des dépenses des consommateurs des pays périphériques a été maîtrisé et la baisse des déficits des comptes courants réduit les flux de capitaux transfrontaliers. La capitalisation du système bancaire a été renforcée et le marché interbancaire fonctionne mieux avec l’aide de la BCE, comme le confirme la chute de l’Euribor (taux de référence pour les prêts interbancaires). Les déficits budgétaires baissent lentement aussi dans toute la région. Le compte courant de l’Europe est équilibré et l’épargne privée de la région est suffisante pour compenser la totalité des besoins de financement des États.

Le Canada a évité les pires incidences de la crise

Le Canada a nettement moins souffert de la crise financière que le reste du monde développé, malgré des excès de dépenses de consommation pendant toute une décennie (graphique 1), comme aux États-Unis et dans les pays périphériques de l’Europe. Ses liens économiques avec les États-Unis étant très étroits, le Canada a inévitablement ressenti les effets de la crise et de la récession en 2008-09.

Mais le secteur bancaire canadien a évité les lourdes pertes subies par les grandes banques mondiales des États-Unis et d’Europe et les mesures d’assouplissement budgétaires et monétaires ont donc été très efficaces au Canada. La baisse des taux d’intérêt a permis aux consommateurs de continuer d’emprunter et, comme les banques canadiennes pouvaient et voulaient les accommoder, les secteurs de la consommation et des investissements immobiliers ont continué de fonctionner normalement. Les mesures fiscales ont soutenu la reprise et le marché du travail s’est vivement redressé. Le ralentissement de l’économie a été moins marqué qu’ailleurs et les déficits budgétaires ont été modérés.

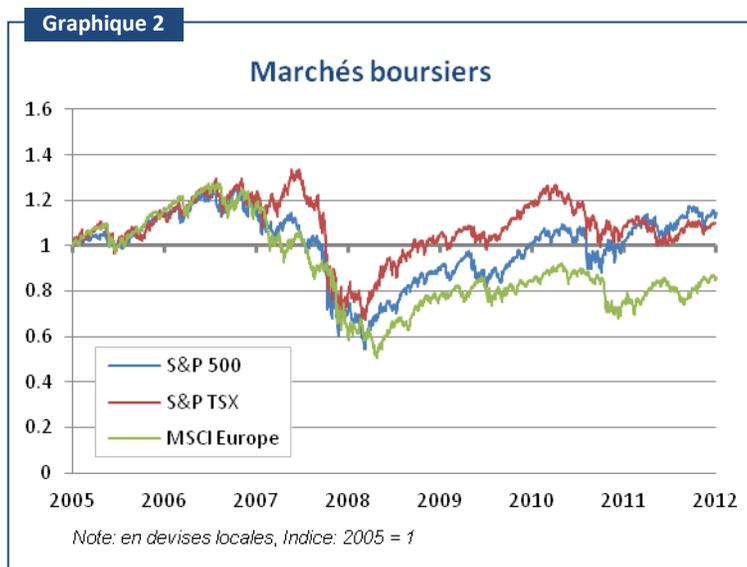
Les consommateurs canadiens auront-ils leur heure de vérité ?

Alors que, partout ailleurs dans le monde développé, les déséquilibres du secteur privé ont diminué durant les cinq dernières années, le consommateur canadien continue de dépenser 103 % de son revenu disponible (graphique 1). Au Canada, le prix des maisons atteint en moyenne 4,8 fois le revenu disponible, contre 2.7 fois aux États-Unis. Grâce à la rigueur de la réglementation et des normes de crédit des banques canadiennes, il est improbable que les prix des logements puissent s'effondrer comme ils l'ont fait aux États-Unis mais le niveau de la consommation ne peut pas durer. Compte tenu d'une baisse progressive vers la moyenne à long terme de 95 % du revenu disponible, le Canada connaîtra probablement une croissance réelle du PIB modérée, de l'ordre de 1,5 % à 2,0 %.

Nos prévisions de croissance pour la nouvelle année...

L'économie mondiale se relève, les pays développés remédient à leurs excès passés et les pays en développement rencontrent peu d'obstacles sur la voie menant à un niveau de vie meilleur. Pour les États-Unis, nous prévoyons une croissance réelle de 1,5 % au moins en 2013. Le frein fiscal que représentent les augmentations d'impôts ralentira la progression du revenu disponible et des dépenses des particuliers. Dans le secteur du logement la croissance atteindra un rythme plus normal et le secteur des exportations devrait contribuer à l'accélération de l'économie. En Europe, comme la volonté politique de réduire encore les déficits budgétaires reste forte, l'activité économique devrait se maintenir ou baisser légèrement en 2013 mais un recul important est improbable en raison du niveau élevé de l'épargne. Au Canada, la croissance sera du même ordre qu'aux États-Unis. À court terme, de nouvelles restrictions sur le crédit hypothécaire obligeront les consommateurs à rétablir l'équilibre entre les dépenses et l'épargne. À l'échelle mondiale, enfin, grâce à la poursuite de la croissance sur les marchés émergents, le FMI prévoit une amélioration de 3,6 % du PIB réel en 2013.

... et un coup d'œil sur les marchés financiers



La tenue des marchés boursiers mondiaux a été satisfaisante en 2012 : en dollars canadiens, le S&P 500 a avancé de 13,5 % ; le S&P TSX, de 7,2 % ; le DAX, de 28,7 % ; le CAC-40, de 20,0 % ; le FTSE, de 11,9 % et le Nikkei, de 9,8 %. Les cotes boursières dépassent sensiblement leur creux de mars 2009, mais elles n'ont pas rattrapé leurs sommets d'il y a cinq ans, bien que les bénéfices soient plus élevés que jamais (graphique 2).

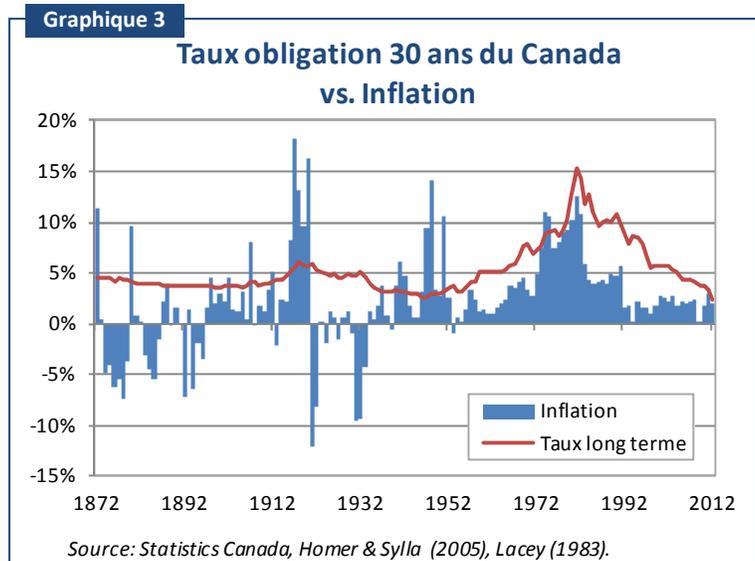
Au Canada, aux États-Unis et dans certains pays européens, les taux d'intérêt restent inférieurs à ceux du point bas de la crise financière. Cette anomalie a suscité bien des débats dans les milieux du placement et nos Lettres économiques antérieures ont largement souligné le déphasage des marchés obligataires.

Pour des temps exceptionnels, des mesures d'exception sur les taux d'intérêt

Comme on l'a vu, la baisse des taux à court terme a été l'une des mesures importantes adoptées par les banques centrales du monde pour stabiliser le système financier et stimuler l'économie. Mais il y a maintenant quatre ans que la Fed maintient les taux courts dans une fourchette de 0 % à 0,25 %. Ce fait, renforcé par des achats successifs d'obligations du Trésor (et autres émetteurs) a aussi eu un effet sur les taux à plus long terme. Par exemple, le taux des obligations à 10 ans et 30 ans du Trésor américain, qui étaient en moyenne de 3,05 % et 3,65 %, respectivement, au plus fort de la crise, avaient baissé à 1,75 % et 2,95 % respectivement à la fin de décembre 2012.

En outre, la Fed a récemment annoncé que les taux resteront bas tant que le chômage n'aura pas reculé à moins de 6,5 %. Pour la première fois dans son histoire, la Fed a clairement indiqué que sa cible pour l'inflation est 2,5 %, ce qui représente une tolérance accrue par rapport à sa cible officielle antérieure de 2 % et suggère que la Fed est prête à risquer une inflation plus élevée pour stimuler la croissance. C'est un risque qui, comme l'ont montré les événements des années 1970-80, peut jouer des mauvais tours aux marchés obligataires.

Au Canada, malgré la stabilité plus grande du secteur bancaire, des mesures de stimulation moins énergiques et une reprise plus rapide après la récession, les taux ont suivi l'évolution des taux américains (graphique 3). Les obligations canadiennes à 10 et à 30 ans, qui rapportaient respectivement 2,9 % et 3,7 % au T1 de 2009, produisent actuellement 1,8 % et 2,4 %. La Banque du Canada fait face à un dilemme. D'une part, elle voudrait rééquilibrer l'économie en freinant le crédit aux particuliers, ce qui impliquerait de hausser les taux. Mais l'importance des capitaux étrangers qui se déversent sur le marché obligataire fait monter le dollar canadien, ce qui freine les exportations et affaiblit l'économie. Une hausse des taux administrés encouragerait plus encore les rentrées de capitaux étrangers. La Banque du Canada a donc les mains liées.



Les banques centrales répandent-elles les germes d'une prochaine bulle ?

Nos prévisions de croissance en 2013 ne sont guère spectaculaires pour les marchés développés mais la reprise suit son cours et les déséquilibres se corrigent. L'accélération de la croissance incitera les autorités à annuler certains stimulants monétaires et à laisser les taux d'intérêt monter. Dans beaucoup de pays développés, les cours des obligations nous semblent actuellement déphasés par rapport aux réalités économiques.

Compte tenu de l'inflation, les taux sont négatifs pour la plupart des échéances aux États-Unis, au Canada, en Allemagne et au Royaume-Uni et les porteurs d'obligations dont le produit est inférieur à l'inflation perdent une partie de leur pouvoir d'achat.

Pour améliorer leurs rendements dans cette conjoncture, les investisseurs se tournent vers les plus lointaines échéances offertes par des pays refuges sûrs, et vers des titres de qualité inférieure et des obligations de pays en développement. Par exemple, pour des échéances comparables, les écarts entre les obligations du Trésor américain et les obligations à rendement élevé sont proches de ceux de la fin de 2007. La Mongolie (qui porte une note de solvabilité inférieure, similaire à celle du Bangladesh) a récemment émis une obligation à dix ans libellée en dollars US à 5,125 %, un niveau proche des taux des titres d'État espagnols ou italiens. Le Mexique, en dépit de son lourd passé de crises et de défaillances, offre 2,8 % sur des titres d'emprunt en dollars US à dix ans.

Conclusion : privilégier les titres dont l'évaluation est plus attrayante

Le profil risque-rendement des obligations canadiennes est inadéquat. Il est bien difficile de savoir exactement quand la bulle obligataire crèvera mais, aux niveaux actuels, des variations même très faibles dans les taux d'intérêt causent des pertes en capital. Aussi maintenons-nous des durées courtes, et nos portefeuilles contiennent majoritairement des titres d'État de haute qualité.

Malgré la hausse impressionnante des cours des actions en 2012, rares sont les grands marchés auxquels les ratios historiques de juste valeur, de 14 à 16 fois le bénéfice, ont été atteints. Selon la moyenne des bénéfices prévus par les analystes pour 2013, les ratios cours-bénéfice s'établissent à 13,2 pour le S&P 500, 13,2 pour le S&P TSX et 11,8 pour le Bloomberg Euro 500. Nous pensons pour notre part que les bénéfices des entreprises augmenteront à peu près au même rythme que le PIB nominal. Comme la plupart des grands marchés offrent des rendements en dividendes variant entre 2,5 % et 4,5 % – dépassant le taux actuel des obligations à dix ans – nous restons convaincus que les rendements des portefeuilles d'actions soigneusement choisies dépasseront ceux des quasi-espèces et des obligations au cours des trois à cinq prochaines années.

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.