

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

Depuis deux ans, la reprise des marchés boursiers mondiaux a été impressionnante. Les mesures de stimulation adoptées par les gouvernements et les banques centrales ont ranimé l'activité économique et favorisé une forte remontée des bénéfices des entreprises. Mais l'amélioration générale de la conjoncture n'empêche pas les sceptiques de souligner que des nuages se profilent à l'horizon. Les soulèvements populaires en Afrique du Nord et au Proche-Orient, les hausses des prix du pétrole et des produits alimentaires et, tout récemment, les cataclysmes qui ont ravagé le Japon se sont ajoutés aux énormes déficits accumulés par les pays développés pendant la récession. Faut-il craindre que certaines de ces circonstances enrayent la reprise ou déclenchent même un important recul des cours boursiers ?

Nous surveillons de près la situation au Japon ; selon les données disponibles, l'économie japonaise devrait pouvoir faire face au coût de la reconstruction, et l'impact de son financement sur la croissance mondiale devrait être faible. Les hausses des prix du pétrole et des produits alimentaires auront un effet analogue à un impôt sur la consommation ; elles seront inégalement ressenties dans le monde mais nous ne pensons pas qu'elles freineront sensiblement la reprise dans les pays développés ou en développement.

Dans la plupart des pays occidentaux, le rétablissement de l'équilibre budgétaire, que nos lettres antérieures ont déjà abondamment commenté, continue d'être le principal obstacle qui entrave la croissance mondiale. Nous continuons de penser que son impact retranchera en moyenne 1 % environ au PIB réel de la plupart des économies développées mais qu'il sera atténué par une croissance conforme à la tendance dans le reste du monde.

Notre stratégie de placement ne change pas. Nous prévoyons que les taux d'intérêt, exceptionnellement faibles actuellement, continueront d'augmenter ; nous gérons encore notre portefeuille obligataire avec prudence en entretenant une durée relativement courte et en portant une attention particulière à la qualité des titres. Pour le segment des actions, les perspectives sont nettement plus favorables car la qualité et le potentiel de nombreux titres restent attrayants. Le rendement des actions devrait être élevé et dépasser ceux des quasi-espèces et des obligations.



Revue de l'économie mondiale

Aux États-Unis, la plupart des indicateurs continuent d'annoncer une amélioration progressive de l'activité. En 2010, le PIB réel a augmenté de 2,8 %. L'effet d'une forte remontée des dépenses en biens durables, par les consommateurs et les sociétés, a été contrecarré par la faiblesse des dépenses publiques et le marasme dans le secteur du bâtiment.

La croissance économique demeurera robuste aux É.-U.

Tous les indicateurs cycliques que nous suivons ont monté depuis douze mois. Ces hausses atteignent 6,3 % pour la production industrielle, 7,8 % pour les commandes de biens durables, 4,9 % pour les expéditions par wagons complets et respectivement 4,2 % et 2,8 % pour le volume des transports par camion et pour la consommation de carburant diesel, qui donnent une bonne indication de l'activité dans le secteur du camionnage. Par ailleurs, la valeur totale des stocks a augmenté de 8,2 % et le ratio stocks/ventes touche un bas historique de 1,23. Ce dernier chiffre est prometteur car il laisse prévoir une accélération des reconstitutions de stocks et, par conséquent, une croissance soutenue de la production.

Le marché du travail semble aussi repartir tranquillement. Pour la période de 12 mois terminée en mars, l'emploi total a augmenté de 0,9 %, y compris, dans le secteur privé, une progression de 1,4 % du nombre d'emplois et de 2,0 % du nombre d'heures travaillées. Depuis trois mois, la plupart des nouveaux postes ont été créés par les petites et moyennes entreprises, celles qui emploient respectivement moins de 50 et moins de 500 travailleurs. Les PME ont créé, en moyenne, quelque 100 000 emplois par mois, un chiffre jamais atteint depuis 2005.

Pour 2011, nous prévoyons une croissance du PIB réel de 2 % à 3 %, soutenue par une augmentation de 1,0 % à 1,5 % du nombre d'emplois et par une progression modeste mais soutenue des salaires. Comme nous nous y attendions, le récent budget fédéral n'a pas modifié sensiblement les taux d'imposition, ce qui confirme la validité de notre hypothèse d'une croissance de 3 % à 4 % du revenu disponible et d'une augmentation du même ordre pour la consommation. Les apports à la croissance devraient être substantiels dans le cas des investissements en immobilisations des entreprises mais assez faibles dans le secteur de l'habitation et pour les dépenses publiques. En outre, l'équilibre des probabilités semble pencher nettement du côté d'une croissance plus forte. Si, aux États-Unis, le taux d'épargne baisse sensiblement par rapport au niveau actuel de 6 % environ, et/ou que la balance commerciale s'améliore, la croissance du PIB réel pourrait facilement dépasser 3 %.

Au Canada, l'économie a progressé de 3,1 % en 2010 étant donné que la demande intérieure est demeurée robuste, en hausse de 5,8 % sur la même période. Comme aux États-Unis, la création d'emplois a été particulièrement forte dans le secteur privé (2,6 % contre 1,9 % au total). L'investissement résidentiel a continué de bénéficier de la faiblesse des taux d'intérêt, et la fermeté du dollar canadien stimule les investissements des entreprises. Nous continuons de prévoir, pour 2011, une croissance du PIB réel de 2 % à 3 % au Canada.

Dans la zone euro, le PIB réel global a augmenté de 2,1 %, avec l'Allemagne en tête (4,0 %) et des rythmes moins accélérés en France (1,7 %) et au Royaume-Uni (1,5 %). L'Italie

(1,3 %), le Portugal (1,2 %) et l'Espagne (0,6 %) surgissent plus lentement de la récession, tandis que l'économie s'est contractée en Grèce (-6,6 %) et en Irlande (-0,5 %). En 2011, la zone euro subira les effets des compressions budgétaires énergiques des pays membres, si bien que la croissance ne devrait guère dépasser 1 % à 2 % en moyenne.

Les économies émergentes d'Asie et d'Amérique Latine ont poursuivi leur essor. La Chine reste en tête avec un PIB réel en hausse de 9,8 % pour la dernière année ; l'économie de l'Inde a grandi de 8,2 % et l'amélioration du PIB réel s'est établie à 6,7 % au Brésil, 7,0 % au Chili et 4,6 % au Mexique.

Évaluation des dommages au Japon

Le 11 mars 2011, un séisme de 9,0 sur l'échelle Richter a secoué la côte nord-est du Japon ; le tsunami concomitant, qui a ravagé quatre préfectures, a fait des milliers de victimes et semé la dévastation. Pire encore, les dommages subis par une centrale nucléaire située à 240 km seulement au nord de Tokyo ont provoqué des dégagements radioactifs. L'impact économique de cette tragédie toute récente est difficile à évaluer car la situation évolue encore. Toutefois, une analyse, fondée sur un examen détaillé des zones sinistrées et sur les réalités et les perspectives macro-économiques du Japon, peut nous aider à en mesurer les conséquences à long terme pour le Japon et l'économie mondiale.

Le Japon est la troisième puissance économique mondiale avec un PIB de 5 900 milliards de dollars en 2010, soit 9,5 % du PIB mondial. L'apport des quatre préfectures sinistrées à l'économie nationale n'est que de 7 % ; cette région en grande partie rurale participe peu aux échanges avec l'étranger. L'impact du désastre sur la croissance mondiale devrait donc être faible. Mais les dégâts sont énormes ; pour le moment, on estime que la reconstruction coûtera entre 200 et 300 milliards de dollars, qui seront en grande partie fournis par l'État au cours des prochaines années.

Le coût de la reconstruction ne dépasse pas les moyens du Japon.

Par rapport à l'ampleur de l'économie nationale, cet impact ne dépassera pas les moyens du Japon. Il est vrai que l'État japonais accumule année après année des déficits importants mais le pays affiche à son compte courant un excédent substantiel, qui a atteint 3,6 % du PIB en 2010. Le fait que le Japon peut financer lui-même ses besoins en capitaux, et la décision, annoncée par la Banque du Japon à la suite du séisme, d'augmenter de plus de 60 milliards de dollars son programme d'achat d'obligations de l'État, devraient aider le pays à entreprendre les efforts de reconstruction sans incidence négative à court terme découlant de la hausse des dépenses publiques. Les efforts de l'État et des entreprises pour reconstruire le Nord-Est et l'augmentation de l'activité dans d'autres régions pour fournir les matériaux requis devraient permettre au PIB réel du Japon d'afficher une croissance positive en 2011 et 2012.

Qu'est-ce qui pourrait faire dérailler la reprise économique ?

Les soulèvements populaires de février au Proche-Orient et en Afrique du Nord ont fait craindre des ruptures d'approvisionnements en pétrole, dont le prix a alors monté. Ces mouvements de protestation ont été en partie provoqués par une forte hausse des prix des produits alimentaires de base. Il ne nous appartient pas, dans le cadre de cette lettre,

Mars 2011

Des prix du pétrole et des denrées à la hausse sont un vent contraire au redressement économique mondial.

d'examiner les incidences politiques de ces événements sur les perspectives à long terme de la région, mais il nous a semblé utile de tenter de déterminer si une hausse soutenue des prix du pétrole et/ou des produits alimentaires pourraient faire dérailler la reprise économique.

En 2010, le prix du baril de pétrole brut Brent s'est établi, en moyenne, à 80 \$. Puis les soulèvements en Égypte et ailleurs dans la région l'ont fait monter de 93 \$ à la fin de novembre à 117 \$ à la fin de mars. L'Égypte est un pays producteur de pétrole mais sa balance commerciale sur le pétrole est presque nulle car son marché intérieur absorbe la quasi-totalité de sa production. Ce pays doit plutôt l'importance de son rôle sur le marché du pétrole au fait qu'il est l'une des plaques tournantes de son transport : environ un million de barils transitent chaque jour dans les deux sens par le canal de Suez. En outre, un oléoduc transportant aussi environ un million de barils par jour traverse l'Égypte depuis la mer Rouge pour aboutir sur la Méditerranée. Jusqu'ici, les événements n'ont pas perturbé de façon significative la circulation du pétrole, mais si cela en venait à changer, des délais dans les livraisons de pétrole du Moyen-Orient en Europe seraient à prévoir. Heureusement, les stocks accumulés sur le continent seraient amplement suffisants pour éviter des pénuries dans un tel cas.

La capacité excédentaire dans le marché du pétrole est restreinte; des perturbations de l'offre pourraient causer des soudaines augmentations de prix.

La situation est très différente dans le cas de la Libye. La production quotidienne de ce pays atteint environ 1,6 million de barils, dont il exporte quelque 1,3 million. Cette production, qui représente environ 1,8 % de la production mondiale de 89 millions de barils par jour, peut sembler triviale mais si l'on considère l'équilibre entre l'offre et la demande, la perte des exportations libyennes réduit sensiblement la capacité excédentaire mondiale. Présentement, l'excédent de capacité mondiale est de l'ordre de 4,5 millions de barils par jour. Si le marché libyen est exclu du marché mondial, la capacité excédentaire tombe à un peu plus de 3 millions de barils par jour seulement. En outre, la capacité excédentaire actuelle est concentrée à plus de 60 % en Arabie Saoudite, le reste étant réparti à peu près également entre l'Iran, le Koweït, les Émirats Arabes Unis et l'Angola. Les sources de tous les autres producteurs de pétrole sont déjà exploitées à leur capacité maximale.

Avant ces événements, on prévoyait déjà que le prix du pétrole monterait sous l'effet du resserrement de la capacité excédentaire lié à l'augmentation de la demande dans les pays asiatiques en développement. La hausse progressive des prix prévue selon ce scénario aurait été absorbée sans grande difficulté par l'économie mondiale, mais les événements de Libye, qui soustraient près du tiers de l'excédent de capacité mondiale, et la possibilité d'une extension des désordres à d'autres pays membres de l'OPEP, ont fait brusquement monter le prix du pétrole.

Un prix du pétrole élevé pourrait avoir le même effet qu'un impôt sur la consommation.

Pour évaluer les conséquences de la hausse du prix du pétrole pour les États-Unis et l'économie mondiale, nous avons envisagé deux principaux scénarios. D'une part, nous avons présumé que le prix courant de 110 \$ le baril se maintiendrait pendant tout le premier semestre, pour fléchir ensuite à 93 \$, son niveau de la fin de 2010. Selon l'autre scénario, nous avons évalué l'effet d'une stabilisation à 110 \$ du prix du baril de pétrole pendant toute l'année. Ces deux scénarios n'envisagent pas l'éventualité de désordres graves dans les régions qui disposent d'un excédent de capacité, à savoir l'Arabie Saoudite, l'Iran, le Koweït, les Émirats Arabes Unis ou l'Angola.

Les États-Unis sont le premier consommateur de pétrole, surtout sous forme de carburant pour le transport. En 2010, les consommateurs américains ont acheté en moyenne 9 millions de barils d'essence par jour. Si la consommation ne change pas en 2011, l'augmentation des dépenses en essence variera entre 50 milliards (scénario 1) et 70 milliards (scénario 2) de dollars. Par ailleurs, nous prévoyons que le revenu disponible augmentera de 400 milliards de dollars aux États-Unis en 2011. Dans ces conditions, la hausse du prix du pétrole équivaldrait à 12 % à 18 % de l'augmentation du revenu disponible et l'essence absorberait 3,7 % à 3,9 % du revenu disponible total, soit à peu près autant qu'en 2006 et 2007.

L'impact global de la hausse sur l'économie américaine dépasserait légèrement 50 milliards à 70 milliards de dollars, selon le cas. À court terme, elle aurait le même effet qu'un impôt sur la consommation et réduirait d'autant les autres dépenses. Les États-Unis étant importateurs nets de pétrole et de ses sous-produits, les variations des dépenses en essence ne se répercutent généralement pas sur l'ensemble de l'économie à travers une activité accrue dans le secteur pétrolier. L'impact net d'une telle hausse représenterait, à notre avis, environ 15 % à 20 % de l'augmentation du PIB nominal.

Au niveau du PIB mondial, la hausse du prix du pétrole entraînerait cette année une augmentation de 500 à 700 milliards de dollars environ des dépenses pour le pétrole et ses sous-produits. Comme le FMI prévoit une augmentation du PIB mondial de 3 500 milliards de dollars, le pétrole absorberait, selon nos deux scénarios de prix, 14 % ou 20 % de ce montant. La part du pétrole dans le PIB, qui est actuellement de 4,1 %, augmenterait pour atteindre une fourchette de 4,7 % à 5,0 %, ce qui correspond aux niveaux de 2007 et 2008. Bref, bien que sensible, la hausse du prix du pétrole ne devrait pas empêcher l'économie de poursuivre sa croissance aux États-Unis et ailleurs dans le monde en 2011.

Pour les produits agricoles, la hausse des prix a aussi été rapide et impressionnante mais l'impact n'en a pas été ressenti au même degré partout dans le monde. Au cours de la période de douze mois terminée en février, l'indice des prix des produits alimentaires de la FAO a bondi de 34 %.

Pour avoir une idée de l'effet de cette flambée des prix des denrées, il suffit de comparer l'évolution des indices des prix à la consommation (IPC) entre différents pays. Comme le poids attribué à l'alimentation dans l'IPC des pays développés est de 14 % en moyenne, l'effet d'une hausse des prix pour cet élément est sensiblement moins profond que celui que suggère l'indice de la FAO. Dans les pays développés, les trois quarts environ du prix des produits alimentaires représentent les coûts de transformation, d'emballage, de distribution et de vente au détail. C'est pourquoi l'élément alimentation de l'IPC n'a augmenté que de 1,9 % depuis douze mois dans les pays développés. Dans les pays en développement, la situation est bien différente : l'élément alimentation de l'IPC compte en moyenne pour 24 % du total ; depuis 12 mois, la hausse des prix des produits alimentaires s'est chiffrée à 8,9 % en moyenne, soit près de cinq fois plus que dans les pays développés. L'inflation des prix des produits alimentaires nuit de façon plus marquée aux pays en développement parce que les revenus y sont moins élevés et que l'alimentation occupe une place proportionnellement bien plus grande dans le panier du consommateur.

On peut aussi mesurer l'effet de la hausse des prix des produits alimentaires en calculant la différence entre le prix total courant de la production mondiale entière et son prix en 2010. Si

L'inflation des prix des produits alimentaires a un impact plus prononcé sur les marchés en développement que sur les marchés développés.

Il est improbable que les hausses des prix du carburant et de la nourriture fassent dérailler la croissance économique mondiale.

l'on fait ce calcul pour les céréales, la différence est de l'ordre de 225 milliards de dollars. Compte tenu du fait que les céréales représentent le tiers de la consommation alimentaire du monde et que les prix des autres produits alimentaires de base ont monté dans une proportion similaire, l'impact total de la hausse serait de l'ordre de 675 milliards de dollars. À notre avis, ce calcul représente le plus pessimiste des scénarios car, dans les faits, beaucoup de produits alimentaires de base valent nettement moins cher sur les marchés locaux que mondiaux en raison de nombreuses mesures protectionnistes. Selon toute probabilité, la hausse des prix dans l'alimentation est de l'ordre de 200 à 400 milliards de dollars, soit environ 6 % à 12 % de l'augmentation du PIB nominal mondial.

La persistance de cette hausse des prix des produits agricoles n'aura probablement que peu d'effet sur les économies développées mais, dans le monde en développement, elle pourrait provoquer un transfert de richesses des zones urbaines vers les zones rurales. Les conséquences n'en seront pas nécessairement négatives. Des prix élevés pour les produits alimentaires provoqueront à bref délai une augmentation de la production agricole et, probablement, des investissements pour étendre les superficies cultivées et acheter des machines et des engrais. Contrairement à ce qui se passe pour le pétrole, ces changements pourraient avoir des retombées économiques positives, même si la redistribution des richesses dans les pays en développement provoque certains désordres. Bref, nous pensons que la conjoncture actuelle n'aura pas d'incidences importantes pour la croissance de l'économie mondiale.

Les défis budgétaires des pays développés demeurent le principal obstacle à la croissance économique mondiale.

Outre les incertitudes récentes liées au pétrole et à l'alimentation, l'entrave la plus importante à la croissance économique reste la paralysie budgétaire qu'entraîne la compression des dépenses publiques dans les pays développés. Nous nous attendons en effet à ce que la plupart des pays affichant des déficits élevés s'attaquent maintenant à ce problème. En Europe et au Canada, des ajustements sont prévus dès cette année ; au Japon et aux États-Unis, les décisions traînent et ces tergiversations pourraient miner la confiance de leurs créanciers. Nous restons toutefois convaincus que les coupures requises seront gérables et qu'elles seront étalées sur plusieurs années ; elles réduiront alors de 1 % en moyenne la croissance annuelle du PIB réel des pays développés. En dépit de l'augmentation des risques liée à la hausse des prix de l'alimentation et du pétrole, nous maintenons notre prévision de croissance mondiale du PIB réel de 2,5 % à 3 % pour les trois à cinq prochaines années.

Stratégie de placement - Obligations

Le portefeuille obligataire est positionné défensivement en perspective de taux à la hausse.

Pour 2011, le gouvernement Obama a décidé de maintenir un niveau élevé de dépenses et il n'a encore annoncé aucun projet fiscal visant à encadrer à plus long terme les déficits et la dette énorme des États-Unis. Le ratio d'endettement (dette brute sur PIB) atteindra probablement 98 % à la fin de 2011. De plus, on estime à 1 600 milliards de dollars les émissions de titres d'emprunt lancées entre avril 2011 et avril 2012, dont 225 milliards de dollars seulement seront achetés par la Réserve fédérale si le programme d'achat de titres du Trésor se termine en juin 2011, comme prévu. Dans ce contexte, les rendements de 2,20 % et 3,4 % respectivement des titres du Trésor des États-Unis à cinq et à dix ans ne nous semblent pas attrayants.

Au Canada, la compression des dépenses publiques débutera avec la nouvelle année budgétaire. Les déficits fédéraux et provinciaux devraient être de l'ordre de 3 % du PIB en 2011-2012 et la croissance du PIB nominal du Canada sera très probablement plus forte. Le ratio d'endettement devrait donc se stabiliser à 86 % en 2011-2012, puis commencer à reculer. Bien que les pressions causées par les besoins de financement des gouvernements aient baissé, les taux obligataires au Canada restent à des niveaux historiquement faibles – 2,75 % et 3,35 %, respectivement, pour les taux à cinq et à dix ans. La reprise de l'économie et l'augmentation de la demande de crédit dans le secteur privé feront monter les taux. Ainsi, la pondération des obligations dans nos portefeuilles demeure inférieure à la cible, et nous maintenons une courte durée.

Stratégie de placement : Actions

Les marchés boursiers mondiaux ont beaucoup monté depuis deux ans, sauf au Japon, où les événements catastrophiques de ces derniers temps ont provoqué une forte correction. Au 31 mars 2011, les rendements totaux des actions (en dollars canadiens) par rapport aux bas du 10 mars 2009 sont les suivants : Indice MSCI Monde +47 %, S&P 500 +45 %, SP&TSX +90 %, DAX +53 %, CAC-40 +37 %, FTSE +52 %, Japon +30 %.

Après une telle envolée, bien que les sommets d'avant la crise n'aient pas encore été reconquis, il y a lieu de se demander si les cours n'ont pas remonté trop vite. À la plupart des bourses mondiales, ils s'établissent à 10,5 à 15 fois les bénéfices prévus pour l'exercice en cours. Par comparaison, le ratio cours-bénéfices du S&P 500 pour les 100 dernières années est de 14,4. Les cours actuels semblent donc se situer encore dans des fourchettes raisonnables. Les actions européennes semblent même particulièrement attrayantes puisqu'elles se négocient en moyenne à 10,9 fois les bénéfices avec un rendement en dividendes de 3,8 %.

En outre, ces cours ne semblent pas alignés sur des marges bénéficiaires maximales. Comparées aux marges nettes (après impôts) dans les différents secteurs du S&P 500, les marges se sont fortement améliorées dans tous les secteurs depuis le creux de la récession en 2009 et se situent maintenant aux alentours de leur niveau moyen de 2003-2007. Selon les données sectorielles globales du S&P 500, les marges touchent maintenant des sommets dans les secteurs de la consommation discrétionnaire et de la technologie mais, dans les secteurs de la finance et des télécommunications, elles restent encore au-dessous des niveaux atteints au cours de la dernière période d'expansion.

Dans les portefeuilles d'actions que nous gérons, les multiples sont généralement inférieurs aux moyennes du marché et les rendements en dividendes courants dépassent aussi la moyenne. Nous pensons que le rendement d'actions choisies avec soin dépassera ceux des obligations et des quasi-espèces dans les prochaines cinq 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.

Les actions offrent des dividendes intéressants, des multiples d'évaluation raisonnables et une progression solide des bénéfices des entreprises.