

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 du dernier trimestre, la plupart des grandes économies du monde ont montré des signes de stabilisation, voire d'amélioration. Les mesures coordonnées adoptées par les gouvernements à travers le monde – politiques de relance budgétaire, faibles taux d'intérêt à court terme – ainsi que les diverses formes de soutien apporté au système bancaire, ont aidé à éviter un repli plus prononcé. Ceci a contribué à une reprise vigoureuse des marchés boursiers internationaux, comme en fait foi l'indice MSCI-Monde, en hausse de 36,5 % par rapport au creux qu'il enregistrait le 9 mars dernier. Les obligations de sociétés ont suivi le mouvement, et le marché a absorbé un volume appréciable de nouvelles émissions de titres de sociétés et de gouvernements.

Ces éléments positifs semblent suggérer que la fin de la récession pourrait bien être en vue. Nous commencerons donc ici par dresser un portrait de la situation économique actuelle aux États-Unis afin de déterminer si l'activité est effectivement sur la voie d'un redressement. Ensuite, nous examinerons le potentiel de croissance de certaines économies étrangères, particulièrement celles de l'Allemagne, de la France, du Royaume-Uni et de la Chine, que nous adoptons comme références pour les économies développées (sauf les É.-U.) et en voie de développement respectivement, afin d'en dégager des prévisions de croissance à l'échelle mondiale.

Signes de stabilisation aux États-Unis

Le marché de l'emploi est sans conteste un élément clé de l'évaluation des perspectives économiques aux États-Unis. La période la plus aigüe de pertes d'emploi a duré six mois, d'octobre 2008 à mars 2009, et l'on a comptabilisé une moyenne de 622 000 emplois perdus par mois. Bien qu'il n'y ait pas encore de création d'emplois, les tendances actuelles montrent des signes plus positifs. Les pertes d'emploi ont ralenti pour s'établir à une moyenne de 428 000 au deuxième trimestre et de 256 000 au troisième trimestre. Les emplois temporaires, qui sont traditionnellement un bon



indice précurseur de la situation globale sur le marché de l'emploi, sont stables depuis le mois de juillet. En outre, la perte globale d'emplois est en assez bonne adéquation avec le repli économique enregistré à ce jour; l'emploi est en baisse de 5,2 % par rapport au sommet atteint en décembre 2007, tandis que le PIB a reculé de 3,9 %. Selon nous, l'activité économique a déjà touché son creux et réamorçera une phase d'expansion au cours des prochains trimestres, et le marché de l'emploi devrait suivre une tendance semblable, avec le retard qui lui est habituel.

Le secteur manufacturier commence maintenant à montrer des signes d'amélioration. Le sondage de l'ISM (Institute for Supply Management) indique une remontée au-dessus de 50 en août, pour s'établir à 52,6 en septembre. Un indice au-dessus de 50 correspond à une progression de la production manufacturière. Un fait encore plus significatif est que le sous-indice des nouvelles commandes s'est hissé à 63 et se maintient au-dessus de 50 depuis le mois de mai. L'incidence de la production automobile a été un élément important de cette hausse; après les arrêts de production du printemps dernier, la production a repris au cours de l'été en réponse au nouvel élan de demande suscité par le programme temporaire de *prime à la casse* mis en place par le gouvernement américain. En excluant le secteur des transports, la production industrielle n'a guère bougé au cours du dernier trimestre. Pendant ce temps, les nouvelles commandes ont augmenté de 5,1 % par rapport au trimestre précédent, mais elles demeurent de 23 % inférieures au volume enregistré à pareille date l'an dernier.

Le secteur résidentiel, quant à lui, montre également des signes de stabilité après trois ans de repli. Les mises en chantier sont en hausse de 14,9 % pour le dernier trimestre, ce qui représente 597 000 unités d'habitation. Pendant cette même période, les ventes de maisons ont enregistré une

hausse de 7,5 %. Chacun des quatre principaux indicateurs de prix à l'échelle nationale montre des signes modérés de stabilisation, et trois d'entre eux affichent une progression continue.

L'examen des statistiques courantes indique que plusieurs secteurs de l'économie américaine se sont stabilisés, bien qu'à des faibles niveaux, après un repli marqué de l'activité qui n'a épargné aucun secteur. Cela permet d'entrevoir des améliorations continues au cours des quelques trimestres à venir, et de nombreux facteurs devraient contribuer à un tel redressement. D'abord, les mesures de stimulation fiscale du gouvernement fédéral n'ont pas encore été pleinement épuisées. Ensuite, la politique monétaire est extrêmement accommodante, et elle devrait le rester au moins jusqu'au milieu de l'année 2010. Enfin, les niveaux des stocks sont bas, en baisse de 11,5 % dans l'ensemble en date de juillet, par rapport au sommet enregistré au troisième trimestre de 2008.

Aussi nos prévisions pour 2010 comprennent un léger redressement des marchés de l'emploi, qui devraient contribuer entre 2 % et 3 % à la croissance du revenu disponible. La consommation devrait progresser dans une proportion semblable. Nous prévoyons une croissance modeste dans deux secteurs d'investissement sur trois, notamment la construction résidentielle, le matériel informatique et les logiciels, tandis que la construction non résidentielle se repliera probablement davantage. Les efforts de reconstitution des stocks devraient également contribuer positivement à la croissance après six trimestres consécutifs de réduction des niveaux des stocks. Regroupant tous ces éléments, nous prévoyons une croissance du PIB réel de l'ordre de 2,0 % à 2,5 % en 2010. Compte tenu de la grande faiblesse de la conjoncture prévalant au début de l'année 2009, une reprise encore plus marquée est aussi possible.

Les perspectives de croissance à travers le monde

Au cours des deux dernières années, nous avons consacré passablement de temps à élaborer une position à l'égard de l'économie américaine,

compte tenu de la place qu'elle occupe sur l'échiquier mondial et des répercussions sur celui-ci de ses profonds déséquilibres, dont certains ont

contribué à déclencher la récession actuelle. De cet important exercice, nous avons pu conclure que les perspectives de croissance à moyen terme de l'économie des États-Unis sont mitigées. Nous prévoyons ainsi une croissance moyenne du PIB nominal se situant entre 1,25 % et 2,5 % de 2010 à 2012. Cela devrait se traduire par des gains plutôt faibles au chapitre du PIB réel, soit entre 0,75 % et 1,75 %. La contribution des États-Unis à la croissance mondiale sera plus faible qu'elle ne l'a été pendant l'essentiel des dix dernières années.

En observant les autres régions du monde, nous tentons de quantifier leur contribution à la croissance économique mondiale. Nous examinons tout d'abord l'Europe occidentale. La zone euro et le Royaume-Uni représentent environ 30 % de l'économie mondiale, soit une proportion semblable à celle des États-Unis. Les trois plus grands pays de cette région – l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni – représentent conjointement les deux tiers de la production économique de l'Europe occidentale, et 20 % de l'économie mondiale. Or, en dépit de la profonde intégration économique réalisée en Europe au cours des dernières décennies, les économies locales conservent leurs dynamiques propres. À la fin du deuxième trimestre, la récession avait des répercussions diverses dans chacun des pays. Ainsi, au cours de la dernière année le PIB réel a chuté de 5,9 % en Allemagne, de 5,3 % au Royaume-Uni et de 2,9 % en France.

Le Royaume-Uni affiche les perspectives à moyen terme les plus sombres, car son économie présente plusieurs déséquilibres comparables à ceux que l'on observe aux États-Unis. Ainsi les consommateurs du R.-U., à l'instar des consommateurs des É.-U. et du Canada, ont eu recours au crédit pour accroître considérablement leurs dépenses de consommation pendant la période de 2002 à 2007. Entre 2006 et 2008, le taux moyen d'épargne au Royaume-Uni s'est établi à moins de 2 %. Au cours des deux derniers trimestres, le taux d'épargne s'est redressé à 3,5 %. La consommation a donc reculé de 2,2 % au cours de l'année qui vient de s'écouler. Nous pensons voir le taux d'épargne au Royaume-Uni se hisser à un taux plus élevé au cours des cinq

prochaines années, ce qui ralentira significativement la croissance des dépenses personnelles de consommation. En outre, l'économie du Royaume-Uni est très étroitement tributaire du secteur des services financiers, qui emploie environ 20 % de la population active, contre moins de 7 % en Amérique du Nord. Compte tenu du cycle de désendettement en cours, nous pensons qu'il est peu probable que le secteur des services financiers crée de nombreux emplois pendant cette période. Ainsi, nous ne prévoyons qu'une croissance modérée de la consommation, qui représente 63 % du PIB du Royaume-Uni.

La situation prévalant dans le secteur public contribue également à la perspective de faible croissance de l'économie du Royaume-Uni. Au cours des deux prochaines années, en effet, il est prévu que le gouvernement affichera de considérables déficits budgétaires, d'environ 9 % à 11 % du PIB. Par conséquent, le rapport de la dette nette au PIB devrait augmenter de 46 % à 65 % et le gouvernement devra adopter des mesures drastiques pour rééquilibrer ses finances. Considérant tous ces facteurs, nous trouvons les perspectives économiques du Royaume-Uni inquiétantes, car deux importants secteurs de son économie, la consommation et les dépenses publiques, qui représentent globalement 86 % du PIB, connaîtront des temps difficiles.

En France et en Allemagne, la situation est plus encourageante, car les consommateurs n'ont pas répondu au chant des sirènes du crédit pour accroître de manière inconsidérée leurs dépenses de consommation. En outre, le taux d'épargne en Allemagne, qui s'établit actuellement à 11 %, est demeuré stable avant comme après la crise financière. Les ménages français pour leur part, épargnent encore davantage et affichent un taux d'épargne de 15 % de leurs revenus après-impôts. Cela permet l'hypothèse que la consommation pourrait enregistrer une croissance supérieure à celle des revenus au cours du prochain cycle.

En ce qui touche aux dépenses publiques, la France comme l'Allemagne devraient enregistrer des déficits budgétaires de l'ordre de 6 % à 7 % du PIB au cours des deux prochaines années. Ces

deux pays étant membres de l'Union européenne, ils sont liés par le Pacte de stabilité et croissance, dont les principales exigences sont de ne pas laisser les déficits publics dépasser les 3 % du PIB et de maintenir un rapport de la dette nette au PIB de moins de 60 %. Ces deux exigences ont été levées pour les exercices 2009 et 2010, en raison de la récession. D'ici la fin de 2010, le ratio de la dette nette au PIB devrait frôler les 70 % en France, contre 60 % en Allemagne. À compter de 2011, les deux pays devront donc s'attaquer à la réduction de leurs déficits budgétaires.

Ces données réunies, nous prévoyons un taux de croissance en Europe occidentale semblable à celui aux États-Unis. Le PIB réel devrait ainsi progresser de 1,0 % à 1,75 %, ce qui est légèrement en dessous de la moyenne de 2 % enregistrée de 1995 à 2009.

Dans le monde en développement, la Chine a connu un rythme de croissance accéléré durant les 20 dernières années. En ce moment, l'économie chinoise représente de 5 % à 7 % du PIB mondial, et compte pour la moitié de l'économie en développement d'Asie. De 1990 à 2009, l'économie chinoise a enregistré une croissance moyenne de 9,3 %. En supposant que le pays pourra maintenir une croissance du PIB réel de 8 % au cours des trois prochaines années, ce qui correspond aux objectifs établis par son gouvernement, près de 20 % de la croissance économique mondiale serait attribuable à la Chine seulement.

Comment se convaincre que la Chine pourra maintenir un tel taux de croissance? D'abord, la main-d'œuvre chinoise devrait continuer de croître à bon rythme, car l'exode rural se poursuit sans relâche. Au vu d'un taux d'urbanisation de moins de 50 % et de l'objectif déclaré du gouvernement de poursuivre la voie d'une urbanisation croissante, la main-d'œuvre active dans les villes ne pourra que poursuivre sa vigoureuse croissance.

Par ailleurs, le gouvernement chinois joue un rôle très actif dans l'économie du pays, fixant des objectifs de croissance et usant de nombreux leviers pour les atteindre. Le plan quinquennal actuel vise une croissance annuelle du PIB réel de

l'ordre de 8 %. Il mise sur l'amélioration des secteurs du transport et de l'énergie, et la Chine est en très bonne position pour lancer de tels programmes d'infrastructures. Le gouvernement affiche l'équilibre budgétaire et son endettement ne représente que 12 % du PIB. En outre, la banque centrale détient un montant considérable de réserve en devises, représentant environ 45 % du PIB.

Les échanges commerciaux avec l'étranger sont bien sûr d'une importance capitale pour l'économie chinoise – la balance commerciale est positive et représente 8 % du PIB – mais nous sommes d'avis qu'une transition est en cours et que l'investissement et la consommation joueront un rôle croissant dans le futur.

D'autres pays asiatiques ont beaucoup en commun avec la Chine : une main d'œuvre concurrentielle sur la scène mondiale et en croissance, de faibles niveaux d'endettement du gouvernement, et de grandes réserves en devises. En outre, nombre de pays de cette région affichent un surplus commercial. En conséquence, nous pensons que cette région connaîtra fort probablement une croissance supérieure à celle des économies nord-américaines ou ouest-européennes.

Notre hypothèse de faible croissance du PIB, de l'ordre de 1,0 % à 1,75 % en Amérique du Nord et en Europe occidentale, qui représente 60 % du PIB mondial, devrait être complétée par une croissance de 4 % à 5 % dans les économies en émergence, ce qui se traduirait par une croissance réelle de 2,5 % à 3 % à l'échelle mondiale au cours des prochains 3 à 5 ans.

Sur cette toile de fond, nous avons cherché à constituer des portefeuilles qui capteront le potentiel dans les régions à croissance plus rapide, sans négliger les possibilités intéressantes qu'offrent les marchés développés. Aujourd'hui nous détenons des positions dans de nombreuses entreprises qui mènent leurs activités presque exclusivement dans les économies en émergence. Ces positions sont complétées par des placements dans des entreprises des pays développés qui sont actives dans les marchés en émergence par l'intermédiaire de filiales locales ou

en qualité de fournisseurs de divers biens et services. Une troisième stratégie permettant aux portefeuilles de bénéficier de la croissance plus robuste des économies en voie de développement

consiste à investir dans les secteurs comblant les besoins de base de ces marchés, particulièrement au chapitre de l'énergie, des intrants agricoles et autres matières premières.

Les obligations demeurent inintéressantes

Actuellement, les taux d'intérêt sont généralement bas, et le corollaire de cette situation est évidemment le prix élevé des obligations partout dans les pays développés. Aux États-Unis, le rendement absolu est très faible, bien que la courbe des rendements propose des écarts plus élevés que d'habitude entre les titres d'emprunt à court terme et les instruments à plus long terme. Les bons du Trésor à 90 jours offrent un taux de 0,05 %, tandis que les obligations à échéance de dix ans se négocient à 3,4 %. La courbe des rendements est semblable au Canada. Les taux offerts par les gouvernements nationaux sont demeurés faibles en dépit de l'important volume d'émissions de nouvelles obligations.

Les écarts de crédit se sont rétrécis considérablement. Les obligations provinciales,

par exemple les obligations à échéance de dix ans du gouvernement de l'Ontario, sont passées d'un sommet historique de 160 points de base à 60 points de base au-dessus de leurs contreparties fédérales. Les écarts sur obligations de sociétés cotées BBB à échéance de dix ans se sont comprimés encore davantage, passant de 550 à 230 points de base. Donc les obligations à plus grand risque se négocient maintenant à des prix élevés. Les obligations n'offrent donc pas un potentiel bien intéressant pour les 12 à 18 prochains mois. Conséquemment, nous continuons de maintenir la durée de nos portefeuilles d'obligation plus courte que la durée des indices de référence.

Actions – les évaluations offrent une juste valeur

Les actions se négocient actuellement à environ 15 fois les bénéfices estimés de 2010 aux États-Unis, et l'on observe des évaluations semblables dans d'autres grands marchés. Dans le contexte actuel de faiblesse des taux obligataires, de nombreuses actions proposent des dividendes supérieurs au revenu que tirerait le détenteur d'une obligation à échéance de dix ans. Dès lors, il est raisonnable de prévoir une progression des ratios cours-bénéfice. De plus, la réussite apparente des mesures de stabilisation du système financier, adoptées par les gouvernements des pays occidentaux, a réduit l'incertitude et la volatilité sur les marchés. Ces mesures ont aidé à relancer les marchés de la

dette et des actions. Subséquemment, de nombreuses entreprises ont pu lever des capitaux au cours des six derniers mois, ce qui a diminué les risques de faillites et leur effet d'entraînement.

Dans le marché actuel, nous pouvons encore trouver des entreprises bien financées, bien implantées dans leur marché respectif, et ce dans de nombreux secteurs, dont les titres se négocient à des évaluations raisonnables soutenues par des taux de dividendes concurrentiels. Par conséquent, nous préférons détenir des actions que de l'encaisse ou des obligations.

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