

Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

Décembre 2013

Sommaire

- Les importants déséquilibres de l'économie mondiale sont progressivement résolus et, pour la première fois depuis 2007, la croissance devrait être synchronisée à l'échelle mondiale en 2014.
- Aux États-Unis, la croissance pourrait dépasser les attentes si la reprise est plus forte que prévu dans les secteurs cycliques.
- Au Canada, le soutien pour l'économie de la consommation et du secteur du logement faiblit ; l'on prévoit une croissance modeste, de l'ordre de 1,5 – 2,0 %.
- En Europe, l'assouplissement des mesures d'austérité budgétaire dans toute la région devrait ramener une croissance positive, quoique faible.
- Des pressions à la hausse continuent de s'exercer sur les taux d'intérêt et les cours des obligations à long terme sont encore excessifs. La durée de nos portefeuilles obligataires demeure courte et nos portefeuilles équilibrés continuent de sous-pondérer les obligations.
- Des facteurs fondamentaux soutiennent les marchés boursiers. Les perspectives touchant la progression des bénéfiques sont favorables, les cours boursiers sont raisonnables et les rendements en dividendes sont élevés ; dans un tel contexte, nous continuons de penser que les actions produiront des rendements plus élevés que les obligations et les quasi-espèces.

Les marchés boursiers mondiaux ont réalisé une avance impressionnante de 35,4 % en 2013 et les indices ont rejoint ou dépassé leurs sommets antérieurs aux États-Unis, en Allemagne et au Royaume-Uni. Certains investisseurs pensent que cette progression des cours est excessive, surtout en raison de la faible reprise économique qui l'accompagne. Pourtant, une hausse des cours ne présente pas en soi de danger particulier si elle repose sur des fondamentaux qui la justifient. L'essentiel est donc de déterminer si les valorisations ont atteint ou non des niveaux excessifs et si les bénéfiques peuvent encore progresser.

Il importe de souligner que les initiatives d'ajustements structurels et les mesures budgétaires et monétaires entourant la crise financière étaient exceptionnelles et ont été adoptées pour remédier à des circonstances extraordinaires. Cette période d'ajustement tire à sa fin car les déséquilibres économiques mondiaux ont maintenant été corrigés ou sont en voie de l'être. Nous prévoyons pour 2014 une accélération de l'économie mondiale qui favorisera l'amélioration de la rentabilité des entreprises.

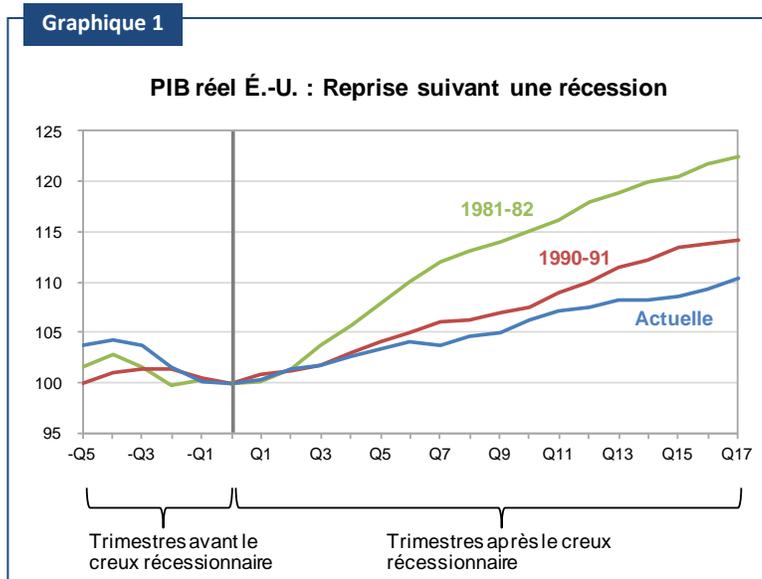
La hausse des cours des actions ayant été plus rapide que celle des bénéfiques des entreprises, elle a fait monter les multiples boursiers, mais les valorisations restent généralement proches des moyennes historiques à long terme et sont encore loin des niveaux excessifs associés aux bulles boursières antérieures. Sur le marché obligataire, par contre, la correction des cours des titres devrait se poursuivre au fur et à mesure que les taux d'intérêt remontent à des niveaux plus compatibles avec une économie en croissance. À moyen terme, la performance des actions devrait dépasser celles des quasi-espèces et des obligations.

États-Unis : la consommation soutient de mieux en mieux la croissance

La reprise économique qui a suivi la récession la plus profonde que les États-Unis aient subie depuis les années 1930, a été atypique. Freiné par l'ampleur de la crise financière et la nécessité de remédier aux déséquilibres budgétaires et à l'endettement excessif du secteur privé, le redressement a été plus lent que lors des récessions antérieures. De 2010 à 2013, la croissance réelle s'est établie à 2,2 % en

moyenne, comparativement à 5,4 % pour les trois années suivant le marasme de 1981–82 et à 3,5 % après la récession de 1990–91 (Graphique 1). Nous pensons que les ajustements structurels s'achèvent et que la croissance aux États-Unis pourrait réserver de bonnes surprises en 2014.

Des progrès importants ont été réalisés dans la réduction des déficits budgétaires qui avaient atteint des niveaux insoutenables. Le déficit fédéral a été ramené d'un sommet de 9,3 % du PIB, au T2 2009, à 5,0 % du PIB au T3 2013. Selon la commission des finances du Congrès, le déficit devrait baisser à 3,6 % du PIB en 2014 puis, par la suite, à environ 3 % du PIB grâce à l'amélioration des recettes fiscales.



À mesure que le frein de la politique budgétaire se relâchera, la consommation des ménages devrait stimuler la croissance. Les perspectives d'accroissement de la consommation jouent un rôle crucial car ces dépenses génèrent environ 70 % de l'activité économique aux États-Unis. Les principaux moteurs de la consommation sont les revenus, et la source principale des revenus est l'emploi. Selon nos prévisions, l'économie américaine créera environ 2,2 millions de nouveaux emplois en 2014, ce qui devrait ajouter environ 100 milliards \$ à la masse des revenus des particuliers. Quand le taux de chômage atteint 7,0 %, il est généralement peu réaliste de s'attendre à ce que les salaires augmentent. Cependant, les titulaires d'un diplôme universitaire touchent actuellement la moitié de la masse des revenus des particuliers alors qu'ils ne représentent qu'à peine plus du tiers de l'effectif du travail. Le taux de chômage n'est que de 3,4 % pour ce groupe de la population, ce qui devrait le placer en situation de force pour négocier des hausses salariales. Nous pensons donc que la masse salariale globale augmentera d'environ 2,3 % en 2014, soit un peu plus que la moyenne de 2,0 % de 2010–2012, ce qui augmenterait encore de 150 milliards \$ les revenus totaux des individus. Tout compte fait, ajouté aux autres sources de revenus, ce nouvel apport de 250 milliards \$ provenant de l'emploi et des salaires se traduira par une augmentation d'environ 3,0 % des revenus disponibles en 2014.

Dans nos *Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers* de septembre dernier, nous commentons les tendances touchant le désendettement des ménages américains et nous constatons que leur situation financière s'était améliorée. Outre la progression des revenus disponibles, l'avoir net des ménages a considérablement augmenté étant donné le redressement des valeurs des maisons et la hausse des marchés boursiers, ce qui a eu un impact positif sur la confiance des consommateurs. Ainsi, nous pensons que les dépenses de consommation pourraient croître plus

rapidement que le revenu disponible et qu'elles pourraient également être renforcées par une augmentation du crédit, maintenant plus en demande et plus facilement accessible. Pour les consommateurs, les ratios de service de la dette n'ont jamais été aussi faibles et, alors que les prêts hypothécaires ont baissé de 0,8 % par rapport à la dernière, le crédit aux particuliers – y compris le crédit automobile, les prêts aux étudiants et les soldes des cartes de crédit – a augmenté de 6,3 %. Nous prévoyons donc que les dépenses des consommateurs augmenteront de 3,7 % par rapport à 2013.

L'austérité budgétaire, le resserrement du crédit et le désendettement des ménages freinent la croissance depuis plusieurs années. Maintenant que la conjoncture s'assainit, nous prévoyons que la croissance augmentera de 1,5 % en 2013 à 2,5-3,0 % en 2014. Dans un scénario où le logement, l'automobile et les investissements seraient stimulés par ce retour à la normale, la croissance pourrait atteindre 3,0-3,5 % à moyen terme.

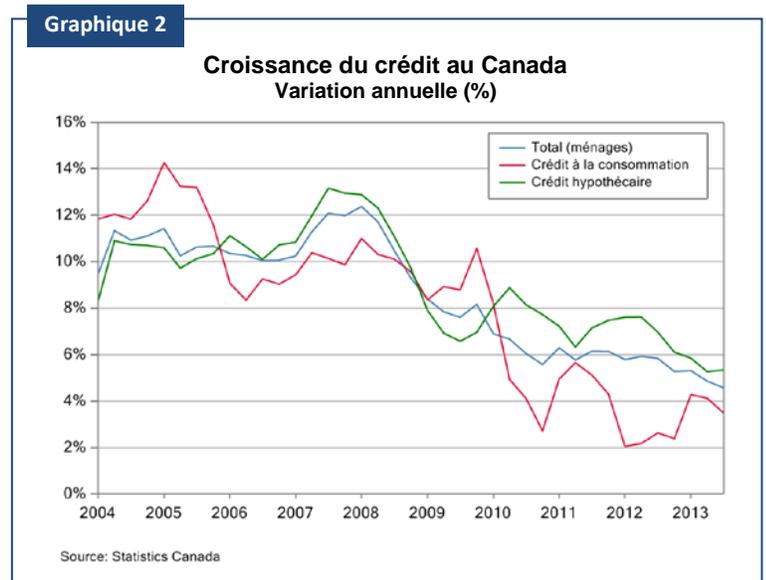
Canada : réorientation de l'économie

Au Canada, la modération des dépenses de consommation et de l'activité dans le secteur résidentiel continuent de ralentir la croissance. L'endettement des ménages demeure élevé, à 167 % du revenu disponible, mais la croissance du crédit a ralenti (Graphique 2) et l'augmentation du revenu disponible reste forte, à 4,0 % par rapport à 2012. Cette modération du crédit immobilier, du crédit à la consommation et des dépenses liées au logement, est précisément ce dont l'économie a besoin pour se réorienter à moyen terme.

Les investissements en immobilisations ont baissé à 79 milliards \$ environ en 2013 dans les secteurs minier et énergétique, comparativement à 81,4 milliards \$ en 2012. La chute des cours des matières premières et l'ampleur de la décote sur le pétrole lourd canadien, par rapport au WTI (West Texas Intermediate), ont retardé la réalisation d'importants projets miniers et pétroliers mais les sociétés en cause prévoient une accélération des projets d'investissement en 2014. Par exemple, Suncor, le plus grand producteur intégré du secteur énergétique canadien, annonce des investissements de 7,8 milliards \$, soit 16 % de plus qu'en 2013.

Dans les exportations, l'effet de frein causé par la hausse du dollar canadien se relâche : après avoir dépassé la parité, le CAD a reculé à 0,94 \$ par rapport au dollar US. Il reste encore au-dessus de sa juste valeur estimative de 0,88 \$ environ, mais sa baisse récente a amélioré la compétitivité et les exportations. Pour la première fois depuis la fin de 2011 et le début de 2012, l'activité ne recule plus dans le secteur manufacturier.

Bien que nous pensions que le Canada bénéficiera de l'accélération de l'économie américaine, nous prévoyons que la croissance économique au Canada demeurera plus faible qu'aux États-Unis. Selon nos prévisions l'augmentation du PIB réel canadien devrait se situer entre 1,5-2,0 % en 2014.



Europe : progression graduelle

L'amélioration du commerce extérieur, l'assouplissement de l'austérité budgétaire et une remontée générale de la confiance des consommateurs et des entreprises ont aidé la zone euro sortir d'une récession qui durait depuis 2011. La croissance a maintenant repris dans la plupart des pays bien que la consommation et les investissements demeurent faibles. L'évaluation des facteurs clés à la croissance révèle des perspectives à long terme moins prometteuses qu'aux États-Unis, en partie à cause d'un profil démographique moins favorable. Néanmoins, deux facteurs insuffleront probablement à l'économie européenne un certain dynamisme à moyen terme.

D'abord, les réformes structurelles ne portent généralement leurs fruits que sur de longues périodes; les améliorations de productivité et la souplesse accrue pour les entreprises qu'entraînent les réformes adoptées par les pays membres de l'Union ne stimuleront l'activité économique qu'avec le temps. Par ailleurs, le taux de chômage élevé de 12,1 % supprime la demande de biens de consommation. Au fur et à mesure que ce taux se rapprochera de niveaux plus normaux, la détente de demande latente déclenchera une accélération de la consommation. Le secteur automobile en est un bon exemple. Au cours des 10 années précédant la crise financière de 2008-09, les ventes automobiles atteignaient en moyenne 15 millions d'unités par an ; elles ont depuis chuté depuis à 13 millions d'unités, créant une demande latente de près d'une année entière de ventes.

Ces deux facteurs devraient soutenir la croissance de l'économie à moyen terme mais le désendettement du secteur bancaire européen la freine encore sensiblement. Beaucoup de banques européennes ont nettement amélioré leurs bilans et plusieurs grandes institutions financières, telles que BNP Paribas et ING Groep, se conforment déjà aux ratios de fonds propres de Bâle III. Cependant, le manque de standardisation en ce qui concerne les déclarations d'actifs dépréciés laisse subsister des incertitudes sur la stabilité de certaines banques.

La BCE a annoncé pour 2014 un examen banque par banque de la qualité des actifs avec l'objectif de rationaliser la comptabilisation des prêts improductifs ; elle voudrait ainsi obliger les banques les plus faibles à renforcer leurs capitaux propres. Pour le moment, toutefois, les banques les plus solides hésitent à consentir du crédit aux emprunteurs ne satisfaisant pas certaines normes de crédit rigoureuses. Cette prudence empêche l'accès au crédit pour les petites et moyennes entreprises et les emprunteurs dont la solidité est moins grande. Or, bien que le projet d'examen de la BCE retarde l'assouplissement du crédit qui stimulerait l'économie, il établit, pour le long terme, les assises d'un système bancaire mieux structuré, plus uniforme et plus robuste, ce que nous voyons très favorablement.

Nous prévoyons que 2014 sera une année de transition pour l'Europe et que la croissance ne dépassera pas 0 %-1,0 % tant que les mesures de désendettement des banques se poursuivront. Un meilleur accès au crédit, la baisse des taux de chômage et l'accroissement des dépenses des consommateurs seront des facteurs qui renforceront l'économie à partir de 2015. Le risque politique demeure toutefois une source d'inquiétude étant donné le taux de chômage élevé dans certains pays.

Monde : accélération de la croissance en 2014

À l'échelle mondiale, l'accélération de la croissance en 2014 s'appuiera surtout sur l'assainissement de la conjoncture pour les marchés développés. Dans les pays émergents, les prévisions de croissance sont tempérées par les effets déstabilisants d'un exode de capitaux ; l'activité n'en devrait pas moins augmenter dans la plupart de ces pays. Selon les prévisions du FMI, le PIB réel mondial progressera de

3,6 % en 2014, la première année pour laquelle toutes les économies majeures afficheront une croissance positive depuis 2007 (Tableau 1).

Tableau 1 – Prévisions de croissance mondiale

	PIB nominal 2012 (US\$ milliards)**	Poids dans le PIB mondial 2012 (%) ***	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
États-Unis *	\$15 685	19%	3.4%	2.7%	1.8%	-0.3%	-2.8%	2.5%	1.8%	2.8%	1.5%	2.5%
Canada *	\$1 819	2%	3.2%	2.6%	2.0%	1.2%	-2.7%	3.4%	2.5%	1.7%	1.5%	1.7%
Japon	\$5 964	6%	1.3%	1.7%	2.2%	-1.0%	-5.5%	4.7%	-0.6%	2.0%	2.0%	1.2%
Royaume-Uni	\$2 441	3%	3.2%	2.8%	3.4%	-0.8%	-5.2%	1.7%	1.1%	0.2%	1.4%	1.9%
Zone Euro *	\$12 198	14%	1.7%	3.2%	3.0%	0.4%	-4.4%	2.0%	1.5%	-0.6%	-0.4%	0.5%
Allemagne	\$3 401	4%	0.8%	3.9%	3.4%	0.8%	-5.1%	3.9%	3.4%	0.9%	0.5%	1.4%
France	\$2 609	3%	1.8%	2.5%	2.3%	-0.1%	-3.1%	1.7%	2.0%	0.0%	0.2%	1.0%
Espagne	\$1 352	2%	3.6%	4.1%	3.5%	0.9%	-3.8%	-0.2%	0.1%	-1.6%	-1.3%	0.2%
Italie	\$2 014	2%	0.9%	2.2%	1.7%	-1.2%	-5.5%	1.7%	0.4%	-2.4%	-1.8%	0.7%
Chine	\$8 227	15%	11.3%	12.7%	14.2%	9.6%	9.2%	10.4%	9.3%	7.7%	7.6%	7.3%
Inde	\$1 825	6%	9.3%	9.3%	9.8%	3.4%	8.5%	10.5%	6.3%	3.2%	3.8%	5.1%
Brésil	\$2 396	3%	3.2%	4.0%	6.1%	5.2%	-0.3%	7.5%	2.7%	0.9%	2.5%	2.5%
Russie	\$2 022	3%	6.4%	8.2%	8.5%	5.2%	-7.8%	4.5%	4.3%	3.4%	1.5%	3.0%
Mexique	\$1 177	2%	3.2%	5.0%	3.1%	1.2%	-4.5%	5.1%	4.0%	3.6%	1.2%	3.0%
Monde	\$71 707	100%	4.7%	5.3%	5.3%	2.7%	-0.4%	5.2%	3.9%	3.2%	2.9%	3.6%

* Prévisions de LBA pour les É.-U., le Canada et la Zone Euro. Les autres données proviennent du FMI.

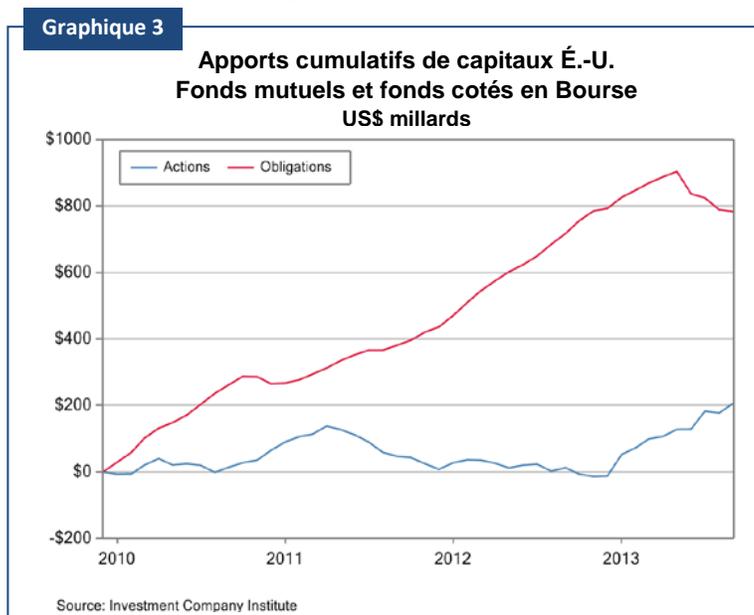
** Calculé selon les taux de change de 2012

*** Calculé selon les taux de change de parité du pouvoir d'achat (PPA)

Source: IMF, LBA, Octobre 2013

Les cours boursiers ne sortent pas de la fourchette des justes valeurs

Les principaux indices boursiers mondiaux ont produit des rendements totaux de deux chiffres (en CAD) en 2013 : S&P 500 +41,5 %; S&P TSX +13,0 %; FTSE 100 +28,6 %; DAX +40,0 %; CAC 40 +34,1 %; Nikkei +39,7 %. Comme les cours des actions ont monté plus rapidement que les bénéfices des entreprises, ils sont passés de la zone de sous-évaluation à un niveau plus compatible avec les justes valeurs. Selon des prévisions prudentes envisageant des améliorations de bénéfices du même ordre que celle du PIB nominal américain, l'indice S&P 500 se situe à 16 fois les bénéfices de 2014. Selon les prévisions de bénéfices des analystes publiées par *S&P Dow Jones Indices* pour les entreprises de l'indice, le S&P 500 ne dépasse pas 14,6 fois les bénéfices prévus pour 2014. Ces deux chiffres ne sont pas très éloignés du ratio historique moyen de 14,4 fois les bénéfices actuels et ils sont très loin des ratios des « bulles », de 25–30 fois les bénéfices.

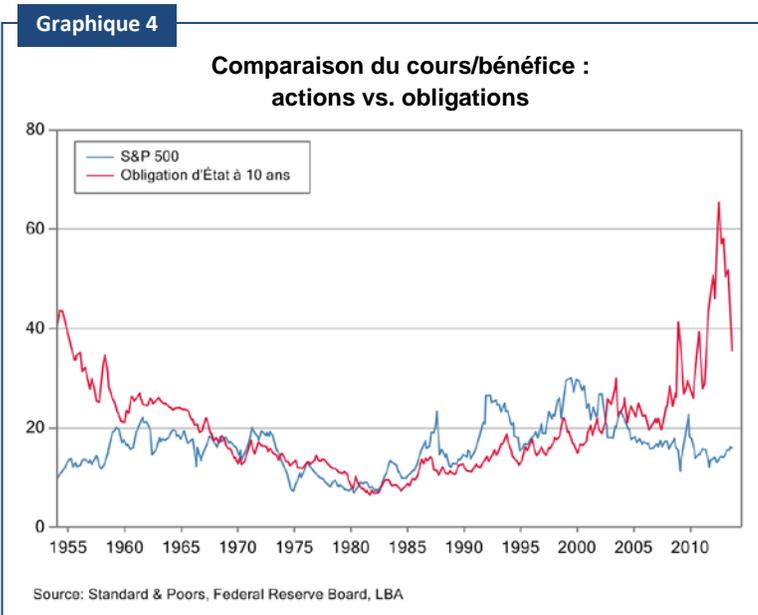


Nous restons donc optimistes à l'égard des perspectives des marchés boursiers car les cours sont raisonnables et les perspectives de croissance des bénéficiaires, prometteuses. En outre, le déséquilibre entre les masses mondiales de capitaux respectivement investis en obligations et en actions demeure considérable, et nous pensons que les investisseurs continueront de délaisser les titres à revenu fixe en faveur des titres de participation. La proportion des actifs investis en actions a augmenté de 30 % à 35 % depuis deux ans mais elle demeure inférieure à la moyenne de 39 % des 20 dernières années. L'analyse des flux cumulatifs investis depuis 2009 aux États-Unis dans les fonds mutuels et les fonds cotés en Bourse montre que les capitaux placés en obligations ont été considérables. L'équilibre s'est récemment infléchi en faveur des actions mais cette inversion du courant devrait continuer de se poursuivre (Graphique 3).

Bien que les ratios cours-bénéfice restent globalement raisonnables, les cours de certaines sociétés ont atteint des niveaux excessifs; les portefeuilles doivent donc être gérés avec discipline en matière de prix et les titres, choisis avec prudence et soin.

Obligations : là où est le danger

Depuis quelques années, nous avons souvent rappelé les multiples causes de la faiblesse des taux à long terme : elles comprennent une faible croissance dans les pays développés, l'exode des capitaux vers la sécurité des obligations américaines, canadiennes et allemandes, les achats sans précédent de titres du Trésor américain par la Réserve fédérale, et le recours des caisses de retraite à des stratégies de placement adossées au passif. Or, trois de ces quatre facteurs ont maintenant atteint un point d'inflexion. Tel que mentionné précédemment, la croissance devrait s'accélérer et l'assainissement structurel de l'économie mondiale réduit l'attrait des valeurs refuges. En outre, la Réserve fédérale a annoncé une réduction de ses achats d'obligations. Le retrait de ces soutiens importants exerce des pressions à la hausse sur les taux, si bien que les cours toujours exceptionnellement élevés des obligations à long terme comportent toujours un risque substantiel de correction (Graphique 4).



Considérant la taille des liquidités qui ont été injectées sur les marchés, l'annonce d'une réduction des achats de la Réserve fédérale soulève la question à savoir d'où proviendront maintenant les fonds requis par l'économie. Depuis le début du programme d'achat d'obligations en 2009, le bilan de la Banque centrale s'est gonflé à 4 000 milliards \$ et la Fed possède aujourd'hui 38 % du total des obligations du Trésor des États-Unis échéant à plus de quatre ans. Ce programme a également largement contribué à soutenir le marché immobilier, puisqu'il a absorbé environ le quart des obligations hypothécaires émises par les agences publiques. En 2013 seulement, la Fed a acheté pour 540 milliards \$ d'obligations du Trésor et 480 milliards \$ d'obligations hypothécaires.

L'accélération de la croissance entraînera une augmentation de la demande générale de fonds. Si, tel que mentionné précédemment, la détente de la demande latente provoque une forte reprise des secteurs cycliques, l'économie aura besoin d'une injection additionnelle de 200 milliards \$. Également, si la Fed met fin à ses achats de titres adossés à des créances hypothécaires, elle créera un trou de 480 milliards \$ dans les moyens de financement du secteur du logement. Selon ce scénario, le secteur privé devrait donc fournir environ 680 milliards \$ de capitaux supplémentaires par an.

Les banques apporteront probablement la majeure partie de ces fonds. La plupart des banques américaines ont maintenant atteint les ratios de fonds propres de Bâle III et le levier financier du système bancaire américain est peu élevé : son ratio des actifs au bilan aux capitaux propres est d'environ 9 fois comparativement à 13 fois en Europe. Également, l'enquête auprès des responsables du crédit montre que les institutions financières sont de plus en plus disposées à consentir des prêts. Même si cette masse de 680 milliards \$ devait provenir entièrement du crédit plutôt que de l'épargne, le crédit bancaire total n'en serait alourdi que de 7 % environ. Nous pensons donc que les banques pourront faire face à la fois à l'augmentation de la demande de crédit et aux conséquences du retrait de la Fed du marché hypothécaire.

Par contre, il est peu probable que les banques fournissent les fonds requis par le secteur public, si bien que des pressions s'exerceront sur les taux des obligations d'État. Pour 2014, nous estimons à 700 milliards \$ environ les besoins d'emprunt du secteur public. Alors que le marché obligataire est actuellement en plein rééquilibrage, le financement devra provenir entièrement des marchés financiers (Graphique 3). Ainsi, la Fed réduira ses achats alors même que la demande pour les titres du Trésor américain continuera de fléchir ; il est donc très probable que les taux monteront.

Nous gérons nos portefeuilles obligataires avec une extrême prudence en concentrant nos achats sur des titres de haute qualité et en conservant une courte durée. Nous pensons toujours qu'à moyen terme le rendement d'un portefeuille d'actions soigneusement choisies dépassera ceux des quasi-espèces et des obligations ; c'est pourquoi nous continuons de sous-pondérer les obligations dans les portefeuilles équilibrés.

Dans ce texte, le « dollar » est le dollar US, sauf indication contraire.

*Vous pouvez consulter les éditions précédentes de nos Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers sur notre site Web au **www.lba.ca***

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.