

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

L'économie étatsunienne – une perspective à plus long terme

La scène économique et le monde financier ont connu de nombreux changements au cours des trois derniers mois. En effet, il semble que le scénario voulant que les bouleversements économiques que nous traversons laissent présager une dépression économique est de moins en moins susceptible de se réaliser. Les vigoureuses mesures monétaires et budgétaires mises en place nous ont probablement permis d'éviter cette sombre issue. De fait, on observe actuellement des signes encourageants de stabilisation. Dans un premier temps, nous nous intéresserons aux principaux événements observés sur les marchés financiers ainsi que dans l'économie étatsunienne et mondiale qui signalent un retour de la stabilité. Puis, nous examinerons des scénarios sur la manière dont l'économie étatsunienne pourrait faire face aux difficultés qui se présentent maintenant, et quelle voie de retour à la normalité elle suivra au cours des prochaines années.

La hausse marquée des cours des titres boursiers par rapport aux creux du début du mois de mars 2009 constitue le premier signe – et le plus évident – d'une amélioration de la conjoncture sur les marchés financiers. Ainsi l'indice MSCI Monde affiche une hausse de 33,1 %, et le S&P 500, un redressement de 36,9 % en dollars US.

De l'amélioration sur les marchés des titres à revenu fixe est également visible. En effet, l'important taux LIBOR de 3 mois en dollars US s'établit actuellement à 0,60 %, le plus bas niveau de l'histoire. En outre, l'écart entre le taux LIBOR et le taux des titres du Trésor à échéance de 3 mois est de 43 points de base, après s'être envolé à plus de 300 points de base au moment de la faillite de Lehman Brothers et avoir affiché une moyenne de 107 points de base au premier trimestre de 2009.



Aux États-Unis, l'activité a repris au chapitre des émissions d'obligations de sociétés. Pendant les cinq premiers mois de l'année, les émissions ont totalisé 753 milliards de dollars, ce qui représente une hausse de 54 % sur la même période en 2008, et l'équivalent de la moyenne annuelle pendant la période de 2000 à 2005. Le volume des nouvelles émissions d'actions a également progressé, particulièrement dans le milieu des banques, ce qui réduit considérablement le risque de refinancement qui plane au-dessus de nombreuses entreprises depuis un moment, ce qui à son tour réduit le risque de nouvelles faillites. En dépit de ces signes encourageants, l'activité sur les marchés des titres adossés à des actifs – y compris les titres adossés à des créances hypothécaires non garanties par des agences fédérales et le papier commercial – demeure faible, et l'encours total pour ces titres continue de diminuer.

Aux États-Unis, malgré les nouvelles pertes d'emplois et la hausse du taux de chômage à 9,5 %, de nombreux indicateurs importants montrent des signes de stabilisation. C'est ainsi que depuis le mois de décembre, les ventes au détail demeurent stables entre 335 et 340 milliards de dollars par mois. Les sondages sur la confiance des consommateurs affichent des niveaux comparables à ceux du premier trimestre de 2008, et les indices de l'*Institute for Supply Management* – une référence en la matière – révèlent une amélioration des tendances en ce qui touche aux nouvelles commandes qu'enregistrent les entreprises manufacturières et non manufacturières.

Des signes semblables sont observés un peu partout à travers le monde. En Europe, les ventes au détail affichent des volumes stables depuis le mois de novembre 2008, et la production industrielle s'est maintenue de janvier à avril 2009 quoiqu'à un niveau 20,7 % inférieur à celui d'il y a un an. En Asie, les statistiques sont encore plus encourageantes, comme en fait foi la stabilité des exportations de la Chine et du Japon au cours des trois derniers mois. La production industrielle japonaise s'est stabilisée pendant cette période, et pareil redressement est observé en Chine depuis six mois.

Nous avons élaboré des scénarios de l'économie étatsunienne à moyen terme – c'est-à-dire 2 ou 3

ans – en supposant que ces tendances se poursuivront d'ici la fin de l'année 2009.

Les perspectives relatives aux revenus et aux dépenses des particuliers constituent un élément clé de l'élaboration d'une prévision crédible, du fait que les dépenses des ménages comptent pour plus de 65 % du PIB aux États-Unis, et environ 20 % de la consommation des ménages à l'échelle mondiale. En observant les tendances en matière d'emploi, nous concluons que les pertes d'emplois concordent avec le repli économique vécu jusqu'à maintenant. Nous pensons que lorsque la production économique se stabilisera, le marché de l'emploi fera de même, avec le délai habituel en pareil cas. Compte tenu du taux de chômage élevé, les hausses de salaire devraient demeurer modestes – de 1 à 3 % en 2010 et jusqu'en 2012.

Comme nous l'avons souligné dans nos commentaires antérieurs, nous avons prévu que les ménages étatsuniens augmenteraient progressivement leur taux d'épargne – qui a frôlé le 0 % de 2006 à 2008 – pour le faire passer à environ 5 %, et peut-être même plus au cours des prochaines années. Or, au mois de mai, le taux d'épargne bondissait à 6,9 %, grâce aux réductions et remboursements d'impôts dont ont bénéficié les contribuables. Selon notre scénario de base, le taux d'épargne passera de 5 % en 2009 à 8 % en 2012, et la consommation des ménages devrait progresser de 1 % en moyenne de 2010 à 2012.

Nous avons également envisagé d'autres scénarios. Un de ceux-ci suppose une faiblesse accrue du marché de l'emploi, ce qui réduirait la hausse des salaires et, par conséquent, le revenu disponible et entrainerait une croissance plus faible du PIB. Un autre scénario s'appuie sur le maintien du taux d'épargne aux environs de 5 %, par opposition à 8 %, ce qui stimulerait les dépenses des ménages et l'activité économique, et se traduirait par une hausse de l'emploi et une croissance plus marquée des salaires.

Le secteur de l'investissement en immobilier résidentiel est également tributaire de la situation que vivent les consommateurs, bien que sa dynamique soit différente. À ce jour, la construction de maisons neuves roule à un rythme bien inférieur à celui qui assurerait la reconstitution de l'offre de maisons et satisferait les besoins des nouveaux ménages. En mai, l'on comptait 500 000

nouvelles maisons en construction alors que selon nos estimations, le besoin de maisons neuves est de 1,5 million annuellement aux États-Unis. Le faible taux de construction découle bien sûr de l'offre excédentaire considérable de maisons finies mais non habitées, à la suite d'une décennie de construction tous azimuts. Nous prévoyons que le niveau d'investissement dans le secteur résidentiel se maintiendra au taux peu élevé que l'on observe aujourd'hui, et ce, jusqu'à la fin de 2010, car il faudra bien une autre année au marché pour absorber l'offre excédentaire. Nous pensons qu'il y aura ensuite une forte reprise dans ce secteur en 2011 et 2012 et qu'à ce moment, il se construira de nouveau près de 1,5 million de nouvelles maisons.

L'investissement non résidentiel est un secteur dont il est difficile de prévoir l'évolution, car une multitude d'éléments influent sur ses nombreux sous-secteurs. Nous prévoyons que l'investissement en structures sera faible vu l'absence de demande pour des espaces commerciaux, de bureaux et hôteliers. Le financement de ce type d'investissement demeurera difficile. Par ailleurs, les investissements dans les puits de pétrole et de gaz naturel ainsi que dans le secteur des mines et minerais seront plus faibles en raison de la correction marquée du prix des matières premières. Par contre, en ce qui touche à l'investissement en équipement et en logiciels, il y a place à l'optimisme. Ce secteur, qui compte pour 9,5 % du PIB, roule à son rythme le plus lent depuis les années 1960, mais nous sommes convaincus que les entreprises étatsuniennes continueront de trouver des raisons d'investir, ne serait-ce que pour rester concurrentielles et accroître leur productivité.

Les dépenses publiques augmenteront en 2009 et 2010 à la suite de l'adoption d'un ensemble de mesures de stimulation fiscale. L'essentiel de la hausse de ces dépenses aura lieu vers la fin de 2009 et en 2010, tandis que la baisse des impôts et les paiements de transferts plus élevés sont déjà en place. Cette hausse des dépenses, jointe à une baisse des revenus, devrait se traduire par un déficit public représentant environ 10 % du PIB en 2009 et en 2010. Selon notre scénario de base, le déficit retombera à un niveau plus proche de la normale, soit de 3 % du PIB, vers 2012, grâce à la hausse des impôts et aux réductions des dépenses publiques qui seront alors de mise. Le

déficit considérablement plus élevé portera la dette en cours du gouvernement à 67 % du PIB d'ici 2012, ce qui représente une hausse par rapport au 45 % du PIB enregistré en 2008. Ce niveau de dette, en termes de pourcentage du PIB, sera le plus élevé enregistré aux États-Unis depuis la fin de la Deuxième guerre mondiale.

Un aspect particulier du secteur public aux États-Unis veut que les états soient tenus par la loi d'équilibrer leur budget. Or les états et les administrations municipales dépensent beaucoup plus que le gouvernement fédéral, soit 1,8 billion contre 1,1 billion de dollars. En outre, les administrations des états et des municipalités sont d'importants employeurs – leurs effectifs comptent pour 15 % de la main-d'œuvre active du pays, notamment dans les services d'éducation et des soins de santé. Cependant, de nombreux états et municipalités sont aujourd'hui en situation de crise fiscale, car leurs coûts sont au mieux stables, tandis que les revenus reculent. La majorité des revenus des états provient des taxes de vente, des impôts des particuliers et des impôts des sociétés, mais ces trois sources de revenu accusent une baisse de 6,1 % à ce jour en 2009. Nous pensons que Washington financera une partie de ce manque à gagner afin de maintenir l'ensemble des dépenses des états et des municipalités au cours des quelques prochaines années. Dans les états plus sérieusement touchés par la crise, les dépenses devront être réduites ou les impôts, augmentés.

Les échanges ont largement contribué à la croissance économique des deux dernières années, les exportations surpassant les importations et réduisant ainsi le déficit commercial. Au premier trimestre de 2009, le déficit commercial nominal était de 333 milliards de dollars, soit 2,4 % du PIB, contre 757 milliards de dollars et 5,7 % du PIB en 2006. La question est donc de déterminer si le déficit commercial continuera de baisser, ce qui stimulerait la croissance. Cela pourrait se produire si le reste du monde enregistrait une croissance plus rapide que celle des États-Unis et qu'augmenterait la demande de produits et services étatsuniens, et qu'en contrepartie les États-Unis réduiraient leur propre demande de produits et services de l'étranger. Cette perspective est loin d'être déraisonnable, et elle pourrait être soutenue encore davantage par une baisse de la valeur du billet vert. Le *hic* de cette équation réside dans

l'importation de pétrole, qui représente entre 250 et 300 milliards de dollars du déficit commercial du pays et qui n'est guère susceptible de s'améliorer de façon notable à moyen terme. De plus, les pays asiatiques ont la capacité d'exportation nécessaire pour répondre à toute augmentation de la demande de biens de consommation et de production aux États-Unis. Enfin, compte tenu du statut de monnaie de réserve qu'a le dollar US, les États-Unis accumulent un déficit commercial quasiment chaque année depuis la fin des accords de Bretton Woods en 1971 et les étrangers acceptent de recevoir et d'accumuler les billets verts. Les déclarations récentes de représentants du gouvernement chinois proposant de substituer les droits de tirage spéciaux du FMI pour le dollar US, pourraient entraîner un changement de position, mais un changement réel est improbable dans l'immédiat. Pour l'instant, compte tenu de l'importance des importations de pétrole dans l'économie des États-Unis, nous pensons qu'il est peu probable que le déficit commercial disparaisse au cours des quelques prochaines années.

Lorsqu'on dresse un portrait global de ce qui attend l'économie étatsunienne à partir des diverses prévisions mises au point, nous envisageons un rythme de croissance du PIB nominal de 1,25 % à 2,0 % entre 2010 et 2012. Selon un scénario plus optimiste, qui prévoit un taux d'épargne se stabilisant aux alentours de 5 % du revenu disponible, le déficit commercial qui chute à 2 % du PIB, et les investissements non résidentiels retrouvent leur moyenne à long terme en termes de PIB; ces conditions réunies, l'on pourrait voir la croissance moyenne du PIB nominal excéder légèrement les 3 % entre 2010 et 2012. Ce rythme de croissance demeurerait tout de même considérablement plus faible que celui de la période de 2002 à 2007, lorsque la croissance moyenne du PIB nominal atteignait 5,3 %. Par conséquent, nous supposons que l'économie des États-Unis traversera une période assez longue de faible croissance, le temps de corriger ses déséquilibres passés.

La conjoncture récente sur les marchés obligataires et boursiers

Les taux des obligations du gouvernement fédéral ont augmenté par rapport aux creux affichés en décembre 2008, mais ils demeurent relativement faibles, surtout lorsqu'on considère le volume élevé d'émissions au calendrier du gouvernement. Ainsi aux États-Unis les taux des titres à échéance de cinq ans sont passés de 1,1 % à 2,0 %, les titres à échéance de dix ans, de 2,0 % à 3,3 %, et les titres à échéance de 30 ans, de 2,5 % à 4,2 % après une brève incursion dans les hauteurs de 4,7 %. Au Canada, les taux d'intérêt ont évolué de manière semblable, à l'exception des titres à long terme qui se négocient actuellement à des taux de 3,9 %, soit 0,3 % de moins que les taux offerts aux États-Unis. Nous pensons que les taux d'intérêt vont demeurer faibles au cours de la prochaine année, car il y a peu d'inflation, le marché de l'emploi est anémique, de même que l'utilisation de la capacité de production. En outre, compte tenu de la gravité et de l'étendue de la récession en cours, les banques centrales feront preuve d'une grande prudence dans leur démarche de réduction du degré de stimulation monétaire. Au Canada, les obligations des provinces et des sociétés ont vu les écarts de crédit diminuer de beaucoup ces derniers mois, et les obligations provinciales sont passées de 160 points de base

au-dessus de leurs contreparties fédérales à un niveau encore bien acceptable de 85 points de base de plus. Nous avons accordé la prépondérance aux obligations provinciales et visé une durée de portefeuille de 5 ans. Bien que les obligations de sociétés offrent un rendement un peu plus élevé, nous estimons que la difficile conjoncture économique commande de maintenir un faible niveau de risque dans le choix d'obligations, d'autant qu'il n'y a pas d'avantage réel à s'exposer à un risque plus élevé.

Au cours des deux dernières semaines, les marchés boursiers ont légèrement reculé à la lumière de statistiques décevantes. Le taux de chômage a grimpé pour s'établir à 9,5 % et l'on compte maintenant 14,7 millions de chômeurs. Le rythme des pertes d'emplois a ralenti, mais les inscriptions à l'assurance-emploi se maintiennent à près du double du niveau normal. La croissance des taux horaires a beaucoup ralenti en juin, s'arrêtant à 2,7 %. Ce constat reflète certainement les mesures de gels de salaire adoptées par de nombreuses entreprises. Selon nous, il s'agit d'une combinaison de facteurs, tels des statistiques économiques mixtes et le fait que les cours des actions ont récupéré plus de 30 % sur

une courte période, ce qui a donné le vertige à de nombreux investisseurs et a entraîné une pause, ce qui n'est pas nécessairement un mal.

Avec le temps, les cours des actions seront fonction des résultats des entreprises qu'elles représentent et, bien sûr, les bénéfices en seront le facteur prépondérant. À cet égard, les bénéfices des titres du S&P 500 sont prévus accusés un recul global d'environ 30 % cette année, après avoir enregistré un repli de 17 % en 2008. Les bénéfices en 2009 seront évidemment encore plus faibles qu'en 2008, simplement parce que la récession se poursuivra pendant l'essentiel de l'année, alors que seul le dernier trimestre avait été franchement mauvais en 2008. Selon les prévisions, néanmoins, les pires niveaux de bénéfices seront le lot des deux premiers trimestres, et l'on devrait observer de l'amélioration aux troisième et quatrième trimestres. Autrement dit, si ce qui précède s'avérait vrai, le creux des bénéfices serait dépassé, mais resterait à confirmer. Aux cours

actuels, le S&P 500 se négocie à 14,3X les bénéfices attendus en 2009, et à 12,4 X les bénéfices prévus de 2010. Ces évaluations, fondées sur des bénéfices plutôt déprimés, sont les plus faibles des 15 dernières années.

En somme, bien que tout cela ne soit guère de nature à réjouir qui que ce soit, il reste que la conjoncture économique montre des signes de stabilisation. Les marchés boursiers ont reflété cela assez rapidement, et la prochaine étape exigera davantage de preuves que la reprise a de l'élan. Cela pourrait prendre quelques mois et les investisseurs devront prendre patience sur les marchés boursiers. Les actions demeurent néanmoins notre véhicule de placement privilégié, et elles devraient procurer des rendements bien supérieurs à ceux des investissements de trésorerie et en 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