

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

Plus d'un an après que la crise financière ait causé un ralentissement économique marqué, on constate que l'économie mondiale a repris pied et de nombreux pays enregistrent une croissance séquentielle stable. En 2010, les comparaisons annuelles seront très favorables compte tenu de la chute abrupte de l'activité économique survenue au premier semestre de 2009.

Cependant, une conséquence directe de l'intervention massive des gouvernements et autorités monétaires des pays développés se manifeste aujourd'hui dans la progression rapide des déficits. Les tendances actuelles sur le plan budgétaire ne sont pas soutenables. La croissance des pays développés ne sera guère reluisante à moyen terme car les administrations publiques devront consacrer tous leurs efforts à rétablir l'équilibre budgétaire. Par contre, les gouvernements des pays en développement ne sont pas intervenus de façon marquée pendant la crise financière et ces régions affichent des perspectives de croissance plutôt favorables.

La pression croissante s'exerçant sur les taux d'intérêt, puisque les gouvernements ont de grands besoins de financement, suggère que les occasions intéressantes d'investir dans les marchés obligataires sont assez limitées. Inversement, les bénéfices des entreprises devraient continuer à croître progressivement ce qui permettra à des placements judicieux en actions de produire des rendements vigoureux.



La croissance mondiale en 2010 - Perspectives

Aux États-Unis, le PIB réel a progressé aux troisième et quatrième trimestres de 2009. Il se situe actuellement à 1,0 % de plus qu'à pareille date l'an dernier et affiche 2,0 % de plus que son creux du milieu de l'année 2009. Les principaux moteurs de ce redressement résident dans une reprise des dépenses des ménages, l'investissement en machinerie et équipement et un ralentissement du rythme de liquidation des stocks.

En février, les ventes au détail étaient en hausse depuis six mois consécutifs et de 3,9 % supérieures aux résultats de l'année précédente. Le redressement séquentiel des dépenses de consommation est soutenu par une reprise lente mais régulière des salaires. Jumelé à un faible taux d'imposition et des transferts gouvernementaux, le résultat est une hausse de 2,1 % du revenu disponible au cours des douze derniers mois.

Nous estimons que le redressement des marchés de l'emploi est déjà amorcé. Le PIB réel s'est contracté de 1,7 % depuis la fin de 2007, tandis que l'emploi total baissait de 5,9 % et les heures travaillées dans le secteur privé diminuaient de 8,5 %. Ces éléments nous portent à croire qu'il y a un très faible, voire aucun, excédent de capacité de la masse salariale des entreprises. En outre, plusieurs indicateurs de tendance pointent vers la création d'emplois. Ainsi les indices d'emploi du PMI et la croissance très forte de la masse salariale des agences d'emploi temporaire signalent une reprise de la croissance de l'emploi aux États-Unis cette année. Le rapport du mois de mars sur l'emploi démontre également cette direction car il marque le premier mois, depuis mai

2007, durant lequel plus de 150 000 emplois ont été créés.

Les entreprises augmentent également la production. Les commandes de biens durables ont augmenté de 9,1 % au cours de la dernière année et des gains sont enregistrés depuis six mois consécutifs. Selon ce qui se dégage de l'observation des statistiques mensuelles sur les stocks à la fin du mois de janvier, la compression des stocks a pris fin en septembre 2009 et la tendance s'est stabilisée depuis. Le ratio des stocks aux ventes des secteurs manufacturier, du gros et du détail combinés s'établit actuellement à 1,25; en baisse par rapport au sommet de 1,45 constaté à la mi-année en 2009, ce ratio est même inférieur au niveau moyen de 1,28 enregistré pendant la période 2004 - 2007. Ainsi, toute demande supplémentaire future serait probablement comblée en recourant à la production plutôt qu'à une liquidation de stocks. De plus, les bénéfices des entreprises sont de nouveau à la hausse; les bénéfices ont fait un bond de 24 % depuis le creux du quatrième trimestre de 2008.

Selon notre scénario pour 2010, le PIB réel connaîtra une croissance d'environ 4,0 %. Nous prévoyons une augmentation de 1,5 % à 2,0 % des heures travaillées et une progression du même ordre au chapitre des salaires. Alors que les taux d'imposition demeureront peu élevés et que nous ne supposons pas de hausse du taux d'épargne des ménages, la progression du revenu disponible se traduira directement par une reprise des dépenses de consommation. Parmi les autres secteurs qui contribueront à la croissance économique mentionnons

l'augmentation des investissements en machinerie, la reconstitution partielle des stocks d'inventaire et les dépenses publiques visant à stimuler l'économie. L'investissement résidentiel, les exportations nettes et les dépenses des administrations locales et des états devraient être stables cette année. L'investissement privé non résidentiel en structures continuera de baisser compte tenu de la quasi-inexistence de financement disponible pour ce genre de projets et des taux d'inoccupation élevés dans les immeubles commerciaux et à bureaux. À compter de 2011, ce sont les questions d'ordre fiscal qui prendront une importance prépondérante. Nous aborderons ces questions en détail plus loin.

Au Canada, la croissance économique a rebondi vigoureusement au cours des six derniers mois et tous les secteurs de l'économie domestique ont connu une progression. Au quatrième trimestre de 2009, le PIB réel affichait une hausse de 1,4 % par rapport au deuxième trimestre, mais s'établissait toujours à 1,2 % de moins que l'année précédente. Les secteurs qui ont connu la croissance la plus rapide sont ceux des dépenses personnelles, de l'activité gouvernementale et de l'habitation. Les investissements fixes des entreprises ont baissé légèrement, de même que les stocks et la construction, tandis qu'augmentaient les dépenses en capital en machinerie et équipement. Les échanges commerciaux ont retranché à la croissance au cours de cette période, les importations progressant plus rapidement que les exportations. Pour le reste de l'année 2010, nos prévisions pour le Canada sont très semblables à celles que nous avons élaborées pour les États-Unis; le PIB réel devrait croître de 3,0 % à 4,0 %.

Les économies européennes se sortent graduellement du marasme de la récession. Ainsi le PIB réel de l'Allemagne n'a guère bougé – en termes séquentiels – au quatrième trimestre, et il demeure de 2,4% inférieur à celui de l'année précédente. Dans le secteur privé, la demande n'a pas véritablement repris et l'ensemble de la progression de la production économique est attribuable à la hausse des dépenses du gouvernement et à une reprise de la demande étrangère pour les produits allemands. La France s'en tire un peu mieux, son PIB réel ayant progressé pour un troisième trimestre consécutif. La croissance économique découle de la hausse des dépenses des ménages et du gouvernement. Les sources de croissance sont similaires au Royaume-Uni, où le PIB réel a enregistré une croissance séquentielle pour la première fois en sept trimestres. Pour 2010, la plupart des prévisionnistes s'attendent à des gains de l'ordre de 1,0 % à 2,0 % pour l'ensemble de l'Europe occidentale.

Le Japon lui aussi récupère tranquillement de la récession et son redressement s'opère essentiellement par la voie des échanges commerciaux. Ainsi les exportations totales affichent une hausse de 24 % depuis le premier trimestre de 2009, tandis que les exportations aux autres pays asiatiques faisaient un bond spectaculaire de 68 %. Les échanges commerciaux avec le reste de l'Asie représentent maintenant 55 % des exportations du Japon. La croissance est également vigoureuse ailleurs en Asie, comme en font foi les données sur le commerce extérieur japonais. En Chine, par exemple, le PIB réel a augmenté de 10,7 % au quatrième trimestre, pendant lequel l'Inde et la Corée enregistraient une croissance de 6,0 %. Pour l'ensemble de 2010, le FMI

prévoit maintenant une croissance de 3,0 %; les pays en émergence d'Asie devraient voir leur économie grimper de 8,4 % en moyenne et contribuer 23 % à la croissance mondiale.

Défis à plus long terme sur le plan budgétaire

Au cours des deux dernières années, nous avons assisté à une détérioration prononcée des finances publiques de la plupart des pays développés. Or cette évolution va à contresens de la conjoncture du début de la décennie, période pendant laquelle les pays développés ont su faire preuve de discipline sur le plan budgétaire. De fait, le bilan combiné des dix plus grandes économies développées – États-Unis, Allemagne, France, Royaume-Uni, Japon, Italie, Espagne, Pays-Bas, Australie et Canada – qui représentent à eux seuls 60 % du PIB nominal de la planète, le ratio de la dette au PIB s'est maintenu aux alentours de 50 % entre 2002 et 2007. Pendant cette période, le Japon et le Royaume-Uni ont vu empirer l'état de leurs finances publiques tandis que l'Espagne, l'Australie et le Canada enregistraient des améliorations notables à ce chapitre.

Depuis le déclenchement de la récession, cependant, les gouvernements des pays développés ont agi de concert et ont augmenté les dépenses publiques afin de compenser la réduction des dépenses du privé. Ces programmes de dépenses publiques ont pris diverses formes : mesures spéciales de stimulation et soi-disant stabilisateurs automatiques de l'économie telles des programmes d'assurance-emploi. En outre, certains gouvernements ont entrepris d'intensifier leurs opérations financières afin de soutenir les marchés : achats d'actions, prolongation de stratégie d'assurance dépôt, et garanties *ad hoc* offertes aux institutions financières. Aussi, à la

fin de l'année 2009, les dix principales économies développées affichaient un ratio global de la dette au PIB de 66 %, contre 50 % en 2007, et détenaient des actifs financiers en hausse de 2,7 billions de dollars, représentant 7,8 % du PIB.

L'on prévoit des déficits élevés pour les exercices 2010-2011, en raison de l'élimination progressive des programmes de stimulation. Ce qui nous préoccupe, c'est que ces exigences de financement exercent une pression inhabituelle sur les marchés des capitaux, car les montants en cause sont élevés. Cela influera-t-il les taux d'intérêt? Comment – et surtout quand – les pays agiront-ils pour réduire ces déficits et quels effets ces mesures auront-elles sur les économies nationales?

En 2009, en l'absence d'emprunts du secteur privé, les gouvernements ont pu se financer assez facilement sur les marchés des capitaux sans que cela n'exerce de pression induite sur les taux d'intérêt. Globalement, dans les pays développés, l'épargne des ménages a augmenté de 3,0 % du PIB et l'épargne des entreprises, de 3,1 % du PIB entre 2007 et la fin de 2009. De plus, la monétisation de la dette publique était nécessaire au maintien d'un équilibre sur les marchés; les banques centrales ont intensifié leurs opérations financières pour acheter des titres d'emprunt gouvernementaux et autres. La plupart des gouvernements, notamment celui des États-Unis, ont annoncé la fin de leurs programmes d'acquisition d'actifs. Le financement des emprunts des

gouvernements devra donc passer par les ménages et les entreprises, en supposant que les balances commerciales demeurent stables. Par conséquent, l'épargne des ménages et des entreprises devra être mise à contribution pour augmenter de 2,3 % du PIB, soit 830 milliards de dollars.

Le défi est de taille. En effet, le taux d'épargne des entreprises est déjà élevé dans la plupart des marchés. Quant à celui des ménages, il a augmenté en peu de temps dans les pays où l'épargne est faible, comme aux É.-U., au R.-U. et au Canada. Par conséquent, les taux d'intérêt pourraient être poussés à la hausse afin d'inciter le secteur privé à accroître davantage son taux d'épargne.

À mesure que les taux d'intérêt augmenteront et que le financement deviendra plus difficile à

obtenir, les déficits budgétaires élevés coûteront de plus en plus cher et la charge de la dette deviendra trop onéreuse pour les gouvernements. Nous croyons que les gouvernements des pays développés devront rétablir leur déséquilibre budgétaire au moyen d'une hausse des impôts et (ou) d'une baisse de leurs dépenses, sans quoi ce sont les marchés financiers qui pourraient forcer un rajustement, comme ce fut le cas récemment en Grèce. Ces mesures auront un effet négatif sur l'économie mondiale, car les dépenses publiques représentent une part appréciable du PIB, soit entre 20 % et 25 % dans les pays développés. Par ailleurs, il y aura un défi de nature politique à relever. Or cela est un élément clé de notre prévision d'une croissance économique nominale de 1 % à 2 % de moins dans les pays développés en 2011 et par la suite, par opposition au cycle économique précédent.

Stratégie de placement : obligations et actions

Au cours de la période de une à trois années à venir, les besoins élevés de financement des gouvernements auront vraisemblablement pour effet de faire grimper les taux d'intérêt. À plus long terme, nous prévoyons une croissance ténue du PIB nominal des économies développées, ce qui ne devrait pas créer un contexte de taux d'intérêt trop élevés. Dans l'intervalle, nous gérons notre portefeuille obligataire avec prudence, nous maintenons une durée relativement courte et gardons à l'œil la situation budgétaire des émetteurs gouvernementaux. Au Canada, dans le contexte actuel de performance économique et de persistance d'une inflation frôlant 2 %, nous pensons que la Banque du Canada augmentera les taux d'intérêt au troisième trimestre de 2010. À quel rythme et dans quelle proportion les taux seront

haussés, cela dépendra des actions entreprises par la Réserve fédérale des États-Unis ainsi que de la réaction sur le taux de change d'un écart croissant entre les taux à court terme au Canada et aux États-Unis.

Au chapitre des actions, la plupart des marchés boursiers affichent des cours proches des évaluations à la juste valeur. Les marchés nord-américain et en émergence se rapprochent davantage de 16x, tandis que les marchés boursiers européens tournent autour de 12x. Les bénéfiques des entreprises sont bien en deçà des sommets enregistrés en 2007, et nous prévoyons que la croissance des bénéfiques retrouvera des niveaux plus proches de la normale d'ici les cinq prochaines années. Enfin, nombre d'entreprises offrent des dividendes

Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

PERSONNEL ET CONFIDENTIEL

Mars 2010

intéressants, à des taux équivalant ou surpassant les taux des obligations gouvernementales à échéance de dix ans. Aussi continuerons-nous de préférer les

actions choisies judicieusement aux 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