



# NOTE

## Le nouvel équilibre économique



Présenté par l'équipe de Stratégie financière

8 juin 2009

Cette note présente une vue du nouvel équilibre qui s'installera après la récession de 2007. Selon nous, cet équilibre ne sera pas très différent de celui qui régnait de 2002 à 2007, contrairement à ce que plusieurs analystes prévoient.

### RÉSUMÉ

- **Malgré un retour en force des marchés boursiers, peu de signes indiquent que l'économie réelle est prête à redémarrer.**
- **Il n'y a pas de consensus universel quant au moment de la reprise américaine. Les prévisions de relance à court terme sont toutefois peu nombreuses.**
- **Le potentiel de croissance a chuté de façon générale (1,5 % à 2,5 % aux États-Unis). Le PIB sera vraisemblablement plus volatil.**

**Philippe Arnau,**  
directeur

514 350-8686, poste 2213  
parnau@desjgia.com

**Jocelyn Bissonnette,**  
gestionnaire répartition  
d'actif

514 350-8686, poste 2426  
jocelyn.bissonnette@desjgia.com

**Xavier Urli,**  
gestionnaire répartition  
d'actif

514 350-8686, poste 2496  
xavier.urli@desjgia.com

Afin de clarifier notre scénario de moyen terme, nous allons ici résumer nos arguments, comparer notre scénario aux prévisions émises par d'autres organisations et en discuter les principaux risques.

Généralement, nous considérons que la *Fed* a gagné son pari : les injections massives de liquidités vont soutenir l'économie et les marchés pour un certain temps, c.-à-d. jusqu'à ce que ces mesures doivent être retirées du système à cause des risques d'inflation.

*Certains aspects de la reprise à venir rappelleront celle de 2002.*

### **CONTINUITÉ À COURT TERME DE L'ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE**

Selon nous, les investisseurs seront surpris par l'apparente continuité de l'évolution économique sur un horizon de 12 à 24 mois. À ce titre, on s'attend à :

1. Une croissance américaine de l'ordre de 1,5 % à 2,5 % par an, mais plus volatile que ce qu'on a connu depuis 1995.
2. Un taux d'inflation revenant vers les 3 % en fin de 2010, et retournant à la forte volatilité observée en début de 2008. L'inflation pourrait atteindre 4 % à 6 % en 2011, selon les choix que la *Fed* aura faits d'ici là.
3. Une rentabilité diminuée du secteur privé américain, suite à la hausse des coûts de financement et les hausses d'impôts.
4. Une continuation du déficit extérieur américain, de l'ordre de 3 % environ, financé en grande partie par la Chine et les pays exportateurs de pétrole. On s'attend à ce que ces derniers soient plus agressifs dans leurs efforts de diversification que la Chine.
5. Le prix du pétrole devrait rapidement retrouver un niveau au-dessus de 100 \$ avec la reprise, plusieurs ressources, particulièrement agricoles, pourraient revenir à des niveaux relativement élevés.

### **NOUVEAUX FACTEURS AFFECTANT L'ÉCONOMIE/LES MARCHÉS**

*Les interventions des gouvernements ainsi que la fin de certaines pratiques vont changer le regard que nous portons sur l'économie.*

1. Volatilité économique accrue, tant au niveau de la croissance économique que de l'inflation, se répercutant sur les bénéfices des compagnies, et donc, des indices. Selon Robert Engle, cinq conditions déterminent la volatilité des marchés financiers : 1) inflation élevée; 2) faible croissance économique; 3) forte volatilité des taux d'intérêt de court terme; 4) haute volatilité de la production économique et 5) haute volatilité du taux d'inflation. Selon nous, ces conditions seront observées sur un horizon de 1 à 2 ans.
2. Le VIX, contrairement au niveau de 2006 et 2007 restera entre 25 et 35 points.
3. Des taux d'intérêt américains qui vont monter progressivement, c.-à-d. une hausse ralentie par la politique monétaire, mais un niveau atteignant éventuellement 5 % à 6 % pour les taux de 10 ans et plus. Ce niveau est rendu inévitable par la monétisation inflationniste et par les problèmes de capitalisation des régimes de retraite.
4. Des ratios de valorisation (cours/bénéfices) plus faibles que ceux observés depuis

1995 sur les marchés boursiers.

5. Une continuation de la réduction du levier. Durant la première phase de la crise financière, le levier a été transféré en grande partie du secteur privé vers le gouvernement. Le rajustement devra maintenant se faire par un resserrement fiscal important et une élimination réelle de dettes.
6. Le resserrement de la politique fiscale et monétaire, qui pour une période prolongée, devra retirer les liquidités qui ont soutenu l'économie durant la crise.
7. Le degré et la rapidité du resserrement fiscal et monétaire sont les variables qui peuvent le plus facilement remettre en question notre scénario. Le désir de protéger le statut de devise refuge devrait contraindre les États-Unis à retirer des liquidités du système économique.

## AUTRES PRÉVISIONS ET SCÉNARIOS

### David Rosenberg, Gluskin Sheff & Associates

*L'ancien économiste en chef chez Merrill Lynch considère que la plus grande menace à laquelle fait face l'économie américaine est la déflation.*

Selon M. Rosenberg, nous sommes aux abords d'une « *debt deflation* », d'une déflation engendrée par le surendettement. Selon lui, les réserves excédentaires des institutions financières à la *Fed* sont improductives et accroissent le risque de déflation.

En tentant de se faire une cible pour le S&P500, Monsieur Rosenberg considère le scénario optimiste suivant : lorsque l'économie sera en milieu de cycle, les bénéfices par actions se situeront autour de 70 \$, et considérant un ratio cours/bénéfices de 12, il obtient une cible de 840.

Considérant la nature différente de la récession actuelle (*balance sheet recession*), il anticipe le retour à la moyenne du ratio profit de long terme/PIB. Il obtient ainsi une cible de 50 \$ pour les bénéfices et un niveau de 600 pour le S&P 500.

De plus, nous sommes peut-être en route pour une récession en deux temps comme dans les années 30 aux États-Unis ou au Japon dans les années 90. Le retrait des stimuli fiscaux et monétaires du gouvernement pourrait ramener une situation plus sombre d'ici les trois prochaines années.

*Roubini anticipe une récession en « W ». Le second creux serait causé par un retrait trop hâtif des mesures gouvernementales.*

### Nouriel Roubini, RGE Monitor

Monsieur Roubini identifie trois points qui différencient son scénario du consensus :

1. Reprise à la fin de 2009, plutôt qu'au milieu de l'année;
2. Croissance sous le potentiel jusqu'en 2011;
3. « *Double-dip* », avec la seconde récession vers la fin de 2010.

### Mohamed El-Erian, Pimco

*Les prévisions de Pimco rejoignent en plusieurs points celles de notre équipe.*

1. DDR de Bill Gross  
« *De-leveraging, De-globalization and Re-regulation* »;
2. Croissance plus lente du potentiel (2 %);
3. Plus grand potentiel inflationniste;
4. Statut du dollar menacé;
5. US/UK/Europe de l'Ouest/Japon : croissance lente.

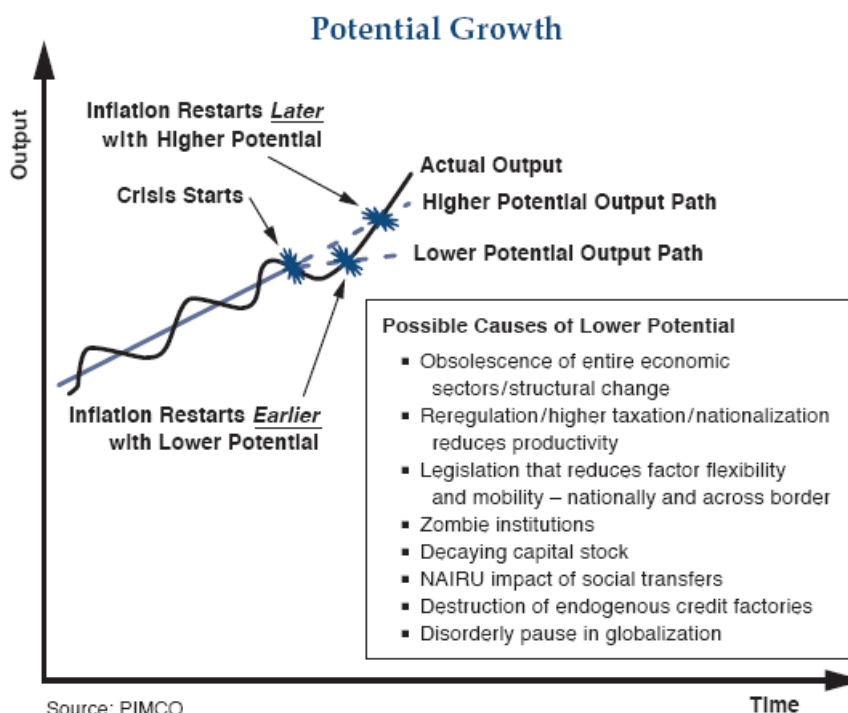
6. Différentiation dans les marchés émergents, où certains retournent à la dynamique des années 1980 (boom/bust) et d'autres, dominés par la Chine, restent sur la voie de l'émergence.

Au sujet du statut de valeur refuge qu'a le dollar, Pimco considère qu'il s'agit là d'un « bien public » fourni par les États-Unis au reste du monde et, qu'à court terme, aucun autre pays ne pourra l'offrir.

Pimco identifie plusieurs risques qui sont de nature politique. Entre autres, l'indépendance de la Fed qui sera testée au cours de la reprise et la gestion des fonds publics qui peut influencer largement le cours des devises.

*À court terme, la baisse du potentiel de croissance accentuera l'écart de production positif lors de la reprise. De plus, le moment où cet écart deviendra positif, sera devancé.*

*La surchauffe résultante entraînera une forte inflation dès les premiers signes de reprise.*



### Don Hanna, Citigroup

Selon les analystes de Citi, il est peu probable que l'économie américaine se rétablisse avant la fin de 2010. La récession devrait persister pour encore un an au moins. Trois facteurs influencent les analystes de Citi :

*À moins d'un revirement de situation, une reprise à court terme ne serait pas dopée par le crédit.*

1. Les conditions de financement demeurent fragiles.  
Le crédit américain s'est amélioré depuis novembre dernier, mais demeure bien en deçà de sa moyenne. L'indicateur de conditions financières Citi se situe actuellement à 2 écarts types sous sa normale. La situation n'est guère mieux en Europe où 43 % des banques privées ont resserré leurs exigences de crédit depuis la fin du premier trimestre et aucune ne les a assouplies.
2. L'assainissement du bilan des ménages.  
La valeur nette des ménages américains s'est dépréciée de 6 500 Md\$ depuis son sommet à la mi-2007. Le taux d'épargne devrait donc continuer de croître au cours des prochaines années pour passer de 4 % à 7 %.
3. La globalité de la récession.

*L'intégration des marchés a contribué à coordonner les ralentissements à l'échelle mondiale.*

Contrairement aux années précédentes, les pays ne peuvent s'appuyer sur les exportations pour relancer leur économie. Comme la demande globale est faible, une plus grande dévaluation de devise serait nécessaire pour gagner en compétitivité. Il est toutefois impossible d'entrevoir tous les pays dévaluer en même temps; par conséquent, un autre moteur doit être trouvé.

## **FACTEURS DE RISQUE INFLUENÇANT NOTRE SCÉNARIO**

Notre scénario implique une dépréciation modeste du dollar américain (DXY vers 70-75, 6 % à 12 % du niveau actuel de 80). Selon nous, une dépréciation plus importante ou une appréciation sont les risques principaux de notre scénario.

*Le statut de refuge que possède le dollar américain permet au gouvernement de se financer à faibles coûts.*

### 1. Dévaluation compétitive

Qu'elle soit volontaire (monétisation, déficit) ou involontaire (décote, perte de confiance), une dévaluation de plus de 15 % risquerait de déclencher une perte de confiance importante dans le dollar. Selon nous, les gains de compétitivité engendrés par la dévaluation ne compenseraient pas les États-Unis pour la perte de statut du dollar. Ce statut permet d'avoir des taux d'intérêt plus bas que le niveau d'équilibre pour un autre pays.

À moyen terme, le coût d'investir dans une base industrielle suffisante pour générer une croissance additionnelle égale aux bénéfices de maintenir les taux bas serait trop élevé pour que la dévaluation du dollar soit intéressante pour les autorités américaines.

*Une forte appréciation du dollar américain aurait des conséquences plus graves qu'une dépréciation.*

### 2. Dollar fort

Bien que moins probable, un scénario de dollar fort comporterait des risques beaucoup plus graves pour la croissance économique mondiale. D'une part, cela stimulerait les exportations des pays émergents et l'accumulation de devises étrangères par les banques centrales de ces pays. Mais cela pousserait aussi le taux d'inflation et les taux d'intérêt à la baisse. Il s'agit de l'ingrédient manquant pour que se réalise un scénario de type japonais.

*Bien que séduisant pour les politiciens, le protectionnisme entraînerait le niveau de vie à la baisse.*

### 3. Protectionnisme / réglementation

Nous croyons que les risques de protectionnismes économiques sont plutôt faibles, simplement parce que les économies des pays développés ne peuvent pas « se payer » leur niveau de vie actuel au coût de production des pays développés. Il s'agit donc d'un risque qui pourrait se développer à long terme et en parallèle avec une hausse dramatique des coûts de transports.

*Un investissement massif est requis, ne serait-ce que pour conserver le niveau de vie actuel.*

### 4. Coût des investissements « non productifs » en énergie

Selon l'IEA, des investissements massifs sont requis sur un horizon de 10 à 20 ans dans le secteur de l'approvisionnement en énergie. Selon nous, de tels investissements doivent être caractérisés comme étant non productifs, puisqu'ils ne serviront, en partie qu'à maintenir le niveau actuel de consommation d'énergie. Les pays plus grands consommateurs d'énergies comme le Canada et les États-Unis seront les plus touchés par la désuétude des infrastructures énergétiques.

## CONCLUSIONS D'INVESTISSEMENT

Dans la présente conjoncture, les nombreuses interventions gouvernementales peuvent avoir des effets bénéfiques, mais parfois aussi empoisonnés. Dans la première catégorie, on constate que le Canada et l'Allemagne pourraient connaître de bonnes relances à moyen terme et que les comptes publics ne s'en porteront pas plus mal. L'Allemagne est d'autant plus à favoriser que la BCE est la dernière banque centrale à tenter de préserver la valeur de sa devise, l'euro.

Dans la catégorie des interventions ratées, le Royaume-Uni ainsi que les PIGS (Portugal, Irlande, Grèce et Espagne) sont les plus à risque. La livre sterling est particulièrement à risque.

De son côté, la *Fed* a temporairement gagné son pari. Le marché boursier et le crédit devraient rester soutenus sur un horizon de quelques mois. Par la suite, on devrait pouvoir déduire des données sur l'état de santé réelle de l'économie, et particulièrement du consommateur américain. Cet état de santé risque de décevoir.

Sur une autre note, il faut noter que les bénéfiques pourraient revenir très lentement vers leur niveau d'équilibre. Déjà avec les données de mars 2009, les prévisions de rendement de nos modèles avaient diminué par rapport à septembre et décembre 2008. Sur un horizon de deux ans, il faut donc rester prudent. Les surpondérations en actions devraient être prises de telles sortes qu'elles puissent rapidement être couvertes.

Afin de diminuer notre risque face à l'inflation qu'engendreront les interventions gouvernementales et la monétisation des banques centrales, il serait prudent de favoriser les actions des marchés de ressources. D'une part, le caractère réel de celles-ci protégera la devise du pays. D'autre part, les indices composés d'industries du secteur énergétique comme le Canada et l'Australie tireront des gains du retour de la demande globale. Parmi les pays émergents, le Brésil, l'Afrique du Sud et le Chili sont ceux dont l'économie s'appuie le plus sur l'exploitation des ressources. Leurs marchés boursiers sont, de plus, accessibles via les ETF.

**ANNEXE : A SURVEY OF SURVEYS**

WSJ - may 2009 survey				
	2008	2009	2010	2011
Federal Funds Rate	0.3%	0.3%		
10yr Note	2.3%	3.5%		
Headline Inflation Rate (CPI)	0.1%	-1.3%	1.0%	
GDP	1.1%	-1.4%	2.6%	
M1	16.9%			
Deficit/GDP	-6.1%			
Debt/GDP	49.9%			
Current account	-4.7%			

Survey of Professional Forecasters - 13 février				
	2008	2009	2010	2011
Federal Funds Rate *	0.3%	0.3%	1.0%	
10yr Note	2.3%	3.0%	3.6%	
Headline Inflation Rate (CPI)	0.1%	0.2%	1.9%	2.3%
GDP	1.1%	-2.0%	2.2%	
M1	16.9%			
Deficit/GDP	-6.1%			
Debt/GDP	49.9%			
Current account	-4.7%			

\* SoPF forecasts 3 month T-bill

FOMC - 28 avril				
	2008	2009	2010	2011
Federal Funds Rate *	0.3%			
10yr Note	2.3%			
Headline Inflation Rate (CPI)	0.1%			
GDP	1.1%	-1.7%	2.5%	4.2%
M1	16.9%			
Deficit/GDP	-6.1%			
Debt/GDP	49.9%			
Current account	-4.7%			

FMI - avril 2009				
	2008	2009	2010	2011
Federal Funds Rate *	0.3%			
10yr Note	2.2%			
Headline Inflation Rate (CPI)	0.1%	-0.9%	-0.1%	0.7%
GDP	1.1%	-2.8%	0.0%	3.5%
M1	16.9%			
Deficit/GDP	-6.1%	-13.6%	-9.7%	
Debt/GDP	49.9%	61.7%	70.4%	
Current account	-4.7%	-2.8%	-2.8%	-3.2%

CBO - mars 2009				
	2008	2009	2010	2011
Federal Funds Rate *	0.3%	0.3%	0.9%	1.8%
10yr Note	2.2%	2.9%	3.4%	4.0%
Headline Inflation Rate (CPI)	0.1%	1.4%	1.2%	1.2%
GDP	1.1%	-3.0%	2.9%	4.0%
M1	16.9%			
Deficit/GDP	-6.1%	-13.1%	-9.6%	-6.4%
Debt/GDP*	40.8%	56.8%	64.7%	68.3%
Current account	-4.7%			

\* la définition de dette du CBO diffère de celle du FMI rapportée dans les autres tableaux

Fed de St-Louis (modèle) - T1 2009				
	2008	2009	2010	2011
Federal Funds Rate *	0.3%	1.1%	2.6%	2.3%
10yr Note	2.2%	3.1%	3.2%	3.4%
Headline Inflation Rate (CPI)	0.1%	2.5%	2.7%	2.7%
GDP	1.1%	4.6%	2.3%	1.6%
M1*	10.2%	3.0%	1.0%	1.7%
Deficit/GDP	-6.1%			
Debt/GDP	40.8%			
Current account	-4.7%			

\* la variable M1 utilisée dans ce modèle est modifiée pour tenir compte des «sweep accounts», qui transfèrent les dépôts à vue dans des fonds de marchés monétaires afin de rendre la série homogène avec les données avant 1993, où ces transferts n'étaient pas possibles.

Citi - mai 2009				
	2008	2009	2010	2011
Federal Funds Rate *	0.3%	0.13%	0.13%	
10yr Note	2.2%	3.5%	3.7%	
Headline Inflation Rate (CPI)	0.1%	-0.9%	0.4%	
GDP	1.1%	-3.0%	1.6%	
M1	16.9%			
Deficit/GDP	-3.2%	-13.0%	-9.5%	
Debt/GDP	49.9%			
Current account	-4.7%	-2.7%	-3.3%	

### **Avis de non-responsabilité**

Les commentaires sur les marchés financiers sont rédigés à partir de l'information et des données disponibles au moment de mettre sous presse. L'état des marchés et les tendances peuvent donc avoir évolué entre l'impression et la diffusion de ce document.

Tout investisseur est encouragé à consulter ses conseillers avant de conclure tout investissement. Desjardins Gestion d'actifs n'est pas responsable de pertes encourues pour toute décision d'investissement prise sur la seule foi du présent document.

Ce document ne peut être reproduit, en tout ou en partie, sans le consentement écrit de Desjardins Gestion d'actifs.