

Letko, Brosseau & Associés Inc.

Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

Décembre 2015

Sommaire

- Les perturbations dans les marchés des produits de base et un ralentissement de l'activité en Chine ont nui à la confiance des investisseurs. Le début de la nouvelle année a été marqué par une activité boursière houleuse et un recul des cours du pétrole.
- Certains risques pèsent encore sur les perspectives économiques mondiales, mais ne devraient pas interrompre la croissance. Des taux d'intérêt modiques, une inflation contenue ainsi que des faibles prix du pétrole offrent un contexte macroéconomique accommodant. Le PIB réel mondial devrait croître de plus de 3 % en 2016.
- La chute des prix du pétrole a incité la Banque du Canada à réduire son taux d'intérêt à deux reprises en 2015 en raison des craintes d'un ralentissement de l'économie domestique. Aux États-Unis, la Fed a relevé son taux directeur en réponse à la robustesse des fondamentaux économiques. Nonobstant ces trajectoires de politique monétaire divergentes, les taux obligataires demeurent inférieurs à l'inflation prévue, offrant ainsi d'inintéressants rendements réels négatifs.
- Les rendements des actions mondiales pour la dernière année se sont fortement concentrés dans un petit groupe de sociétés se transigeant à des multiples exorbitants. Les ratios cours-bénéfice des marchés dans leur ensemble ne sont pas aussi excessifs, mais demeurent supérieurs aux balises de juste valeur à long terme.
- Une sélection de titres rigoureuse et axée sur les valorisations individuelles des sociétés est primordiale. Nos portefeuilles se négocient à un multiple raisonnable de 13 fois les bénéfices prévus. Dans le cadre des mandats équilibrés, nous privilégions encore les actions par rapport aux obligations.

L'économie mondiale a affronté quelques obstacles...

Plusieurs événements ont ralenti la progression de l'économie mondiale en 2015. Au premier semestre, la faible croissance des États-Unis a été imputée au mauvais temps, tandis que la décision du nouveau gouvernement grec de renégocier les conditions de son sauvetage financier a fait douter de la reprise en Europe. Les aléas du pétrole et des métaux de base ont continué de peser sur les pays producteurs de matières premières comme le Canada. Au second semestre, la décélération de l'activité en Chine dans un contexte de lutte contre la corruption a fait craindre un ralentissement prolongé de l'économie chinoise. Enfin, les investisseurs se sont inquiétés des effets d'une hausse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine.

... mais a tenu bon

Malgré ces obstacles, la croissance mondiale ne s'est pas effondrée. D'après les dernières prévisions du FMI, la production mondiale devrait afficher une expansion réelle de 3,1 % en 2015, tirée par une progression du PIB réel de 2,6 % aux États-Unis, 1,5 % en Europe, 1,0 % au Canada et 4,0 % dans les pays émergents. Le FMI prévoit que le PIB réel croîtra de 3,6 % en 2016.

Malgré sept ans d'expansion, l'économie mondiale s'est rétablie de la crise financière à un rythme modéré et présente encore beaucoup de surcapacité et de demande refoulée. Des taux d'intérêt modestes, une inflation mondiale modérée et des prix pétroliers très bas maintiennent des conditions macroéconomiques accommodantes. Tout ceci fait croire à un long cycle économique accompagné d'une croissance du PIB réel mondial de 3,0 % à 3,5 % à moyen terme.

Aux États-Unis, la vigueur de l'emploi soutiendra la croissance des revenus et les dépenses de consommation. Au second semestre de 2015, il s'est créé en moyenne 229 000 emplois par mois et les salaires ont monté au taux annuel de 2,3 %. En date de novembre, le revenu disponible avait progressé de 4,1 % sur un an et le taux d'épargne était passé de 4,6 % à 5,5 %. Les dépenses de consommation ont quant à elles augmenté à un taux annuel vigoureux de 2,9 %. Il s'est vendu en moyenne 17,8 millions d'automobiles en chiffres annualisés durant le trimestre terminé en décembre et les ventes des restaurants étaient en hausse de 6,5 % sur un an en novembre.

Toujours aux États-Unis, les investissements des entreprises restent solides, sauf dans le secteur de l'énergie et des mines qui ne représente que 4 % des investissements non résidentiels. Hors ressources, ils ont augmenté de 6,8 % sur un an au troisième trimestre. Une accélération du rythme de formation des ménages continue de soutenir le secteur de l'habitation : il s'est créé 1,3 million de nouveaux ménages en un an en septembre et il s'est construit 1,2 million de nouveaux logements en novembre. La vigueur du dollar américain a nui aux exportations et au secteur manufacturier, mais les moteurs intérieurs de l'économie demeurent bien huilés. Nous nous attendons à une croissance d'environ 2,5 % du PIB réel des États-Unis en 2016.

En Europe, l'économie a progressé durant l'année et devrait afficher une expansion de 1,5 % en 2015. Le chômage n'a cessé de diminuer, passant de 11,9 % à la fin de 2013 à 10,7 %. Cette amélioration s'explique par l'ajout de 3 millions d'emplois, dont environ 820 000 en Espagne, 550 000 en France, 560 000 en Allemagne et 450 000 en Italie. Le revenu disponible a augmenté de 2,5 % sur un an au deuxième trimestre de 2015 et sa progression continue devrait permettre aux dépenses de consommation de soutenir l'activité économique à l'avenir.

En décembre, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé un surcroît de stimulation monétaire. Elle a haussé de 10 points de base le taux qu'elle exige pour conserver les réserves des banques et prolongé jusqu'en mars 2017 ou au-delà son programme d'achat d'obligations de 60 milliards d'euros par mois. Ceci vise à renforcer encore la croissance du crédit non financier, qui s'était améliorée à 1,5 % sur un an en novembre grâce aux mesures précédentes de la BCE. Nous prévoyons une expansion d'environ 1,5 % du PIB réel de l'Europe en 2016.

Au Royaume-Uni, l'économie a décéléré en 2015, le ralentissement du marché immobilier ayant nui à la construction résidentielle. La progression du PIB réel s'est établie à 2,3 % au troisième trimestre, contre 2,9 % fin 2014. Le FMI prévoit une croissance modérée de 2,2 % en 2016.

Le Canada continue de souffrir de la perturbation du marché pétrolier. Les investissements de forage pétroliers et gaziers ont diminué d'environ 45 %, principal facteur d'un recul de 5,4 % des investissements non résidentiels au T3. La vigueur des dépenses de consommation et de la construction résidentielle a compensé la baisse d'activité du premier semestre. Les dépenses en biens et services ont grimpé de 3,1 % au T3 et les mises en chantier annualisées ont atteint en moyenne 214 000 par mois durant la période de trois mois terminée en novembre, en hausse de 13 % sur un an. Sur la même période, la chute du huard a alimenté une hausse de 8,5 % des exportations hors énergie.

Nous croyons toujours que le lourd endettement des consommateurs canadiens freinera les dépenses de consommation et la croissance économique. Bien que nous nous attendions à une remontée des prix pétroliers actuellement très bas, l'activité restera vraisemblablement atone. Nous prévoyons une croissance de 1,5 % du PIB réel du Canada en 2016.

L'économie japonaise a rebondi en 2015, après la contraction du PIB réel entraînée par la hausse de la taxe sur la valeur ajoutée l'année précédente. Le rythme d'expansion a atteint 1,7 % au troisième trimestre et le FMI prévoit que la croissance se stabilisera à 1 % en 2016.

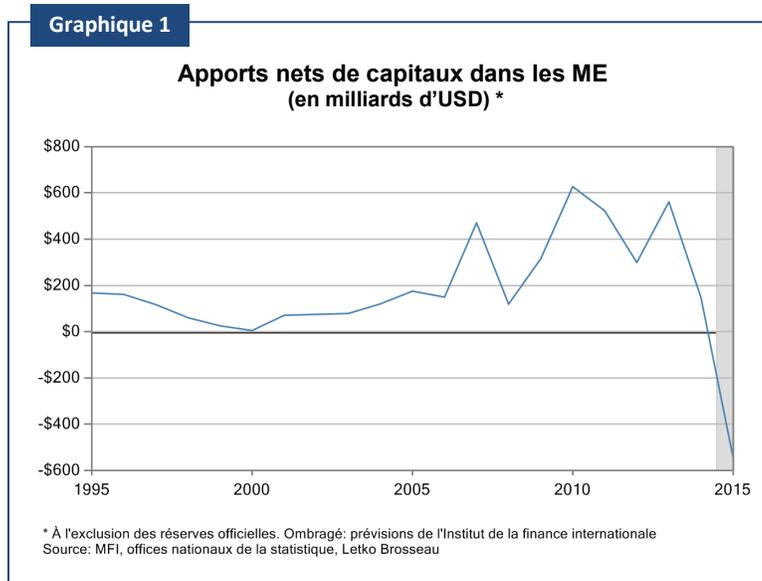
Rester à l'affût des risques

Tout en anticipant encore plusieurs années de croissance économique, nous restons à l'affût des risques pouvant faire dérailler cette prévision, tels que de plus fortes sorties de capitaux des marchés émergents, une pression sur les coûts induite par la hausse des salaires aux États-Unis, un resserrement du marché des obligations à rendement élevé et des facteurs géopolitiques comme le différend entourant l'indépendance catalane ou un référendum sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union européenne. Les marchés émergents comptant pour environ la moitié de la croissance mondiale, il vaut la peine d'analyser les risques qui les touchent.

Nos *Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers du T3 2013* soulignaient que les titres à rendement plus élevé des marchés émergents avaient attiré une partie des fonds dégagés par la baisse des taux d'intérêt et la forte injection de liquidités dans l'économie mondiale par les banques centrales après la crise financière. La fin apparente de la politique de taux zéro de la Fed a incité au rapatriement de ces fonds vers les marchés développés au milieu de 2013, entraînant une baisse de la croissance et de la monnaie de plusieurs pays émergents clés.

Les difficultés économiques de certains pays en développement comme la Russie et le Brésil, la crainte d'intensification des risques géopolitiques et l'amorce d'un relèvement des taux d'intérêt américains font resurgir le risque d'accélération des sorties de capitaux des marchés émergents. Selon l'Institut de finances internationales, les flux de capitaux nets de ces pays ont été négatifs pour la première fois en

plus de 20 ans en 2015, avec des sorties de 541 milliards de dollars (graphique 1). Ces mouvements pourraient être déstabilisants s'ils font resserrer les conditions financières locales et baisser les investissements et la croissance économique.



Les risques liés aux sorties de capitaux étrangers méritent d'être surveillés, mais nous croyons les marchés émergents capables de supporter une moindre entrée de tels capitaux à court terme. Les pays en développement ont beaucoup amélioré leur position financière depuis la crise asiatique de la fin des années 1990. Entre 2000 et 2014, leurs réserves de change sont passées de moins de 1 000 à 8 000 milliards de dollars, leur procurant un important filet de sécurité face aux ajustements économiques et financiers provoqués par le rapatriement des capitaux étrangers.

En général, les pays en développement disposent d'une marge de manœuvre pour stimuler l'économie par des mesures

budgétaires. Fin 2014, le ratio de la dette publique au PIB n'était que de 9 % en Russie, 22 % en Indonésie, 35 % en Turquie, 44 % au Mexique et 55 % en Chine. Il était un peu plus élevé au Brésil (65 %) et en Inde (66 %), mais ces niveaux restent nettement inférieurs au ratio moyen des pays avancés (105 %).

Par exemple, en Chine, le gouvernement a vite réagi au ralentissement de l'activité en milieu d'année, en augmentant ses dépenses de 30 % par rapport à l'année précédente. L'introduction d'une subvention ciblée à l'achat de voitures neuves a stimulé les ventes d'automobiles, en hausse de 24 % sur un an en novembre. La Chine semble avoir stabilisé sa croissance, sans toutefois présenter des indications de rebond soutenu. L'indice des directeurs d'achat du secteur manufacturier s'est relevé de son creux du mois d'août mais reste au-dessous de 50, niveau associé à une expansion économique.

Nous allons continuer de suivre de près l'évolution des pays émergents, mais nous croyons toujours que les vecteurs fondamentaux de leur croissance demeurent convaincants. L'expansion démographique et une forte demande refoulée leur imprimeront un rythme de croissance presque deux fois plus rapide que celui des économies développées dans les années à venir. De plus, leurs exportations devraient profiter de la poursuite de l'amélioration de l'activité dans les marchés développés. Le FMI leur prévoit une croissance pour les pays émergents de 4,5 % en 2016.

Comment aborder le contexte de placement actuel – notre recommandation

Anticipant une croissance plus lente, la Banque du Canada a abaissé les taux d'intérêt à deux reprises en 2015 et les taux obligataires à long terme ont légèrement diminué sur l'année, clôturant à 1,4 % pour l'obligation fédérale à 10 ans (en baisse de 40 points de base) et à 2,1 % pour l'obligation à 30 ans (en baisse de 20 pb). Les écarts de crédit se sont élargis à travers toutes les échéances, les obligations moins bien notées affichant la pire performance. À échéance de 10 ans, l'écart des obligations de sociétés BBB par rapport aux obligations fédérales est passé de 200 pb à 260 pb (graphique 2) et les

taux des titres BBB ont monté d'environ 20 pb durant l'année. L'indice obligataire universel FTSE TMX a dégagé un rendement modeste de 3,5 % en 2015.

Graphique 2

Écart des obligations de sociétés BBB par rapport aux obligations à 10 ans du gouvernement du Canada : (en points de base)



Source: BMO Capital Markets

Le 16 décembre, la Réserve fédérale américaine a relevé les taux d'intérêt de 0 %-0,25 % à 0,25 %-0,50 %. D'autres hausses sont à prévoir si des pressions inflationnistes se manifestent, mais elles devraient rester modestes à court terme. Nous déconseillons encore d'acheter des obligations longues ou des titres de sociétés de moindre qualité dont le maigre rendement supplémentaire ne compense pas suffisamment le risque accru. Des valorisations excessives laissent entrevoir des rendements médiocres pour les investisseurs obligataires à moyen terme, surtout du côté des obligations longues dont les taux demeurent inférieurs aux niveaux d'inflation prévus.

Les bourses mondiales ont dégagé un rendement total nul en 2015, l'indice MSCI Monde ayant connu une baisse de 0,3 % en dollars US (une hausse de 18,9 % en dollars canadiens). Les bénéfiques aux États-Unis ont été comprimés par la robustesse du dollar américain et par les difficultés du secteur des ressources. Au Canada, le fléchissement des titres pétroliers et miniers a eu un impact plus marqué compte tenu de la forte exposition de l'indice à ces secteurs; le rendement total du S&P TSX a été de -8,3 %. En fin d'année, les ratios cours-bénéfice des bourses mondiales se situaient à l'extrémité supérieure de la fourchette de valorisation raisonnable : le S&P 500 se négociait à 17,3 fois les bénéfiques de 2016, le S&P TSX à 16,5 fois, le Bloomberg Euro à 15,6 fois et le Nikkei à 18,1 fois.

Les conditions économiques sous-jacentes restent favorables aux actions, mais les valorisations des marchés méritent une certaine prudence car elles demeurent vulnérables aux imprévus, comme en témoigne l'activité boursière houleuse des premiers jours de la nouvelle année. En 2015, les rendements boursiers mondiaux se sont fortement concentrés dans une douzaine de sociétés se transigeant à des multiples excessifs. Il est difficile de justifier les attentes euphoriques qui fondent le cours de l'action d'une société comme Amazon, le titre le plus performant de l'indice en 2015, qui est valorisé à 120 fois le bénéfice prévu de 2016. À mesure que la société gagnera en maturité et que son ratio cours-bénéfice se rapprochera de la juste valeur historique, le cours devra baisser de 87 % ou le bénéfice devra monter de 800 %.

À l'autre bout du spectre, les actions liées à l'énergie ont affiché la pire performance, le secteur ayant reculé de 22 % en 2015. L'augmentation de la production pétrolière de l'OPEP (ajout de 2 millions de barils/jour par l'Arabie saoudite et 1 million de barils/jour par l'Irak) a fait craindre que le prix du pétrole reste faible longtemps. Or, l'industrie pétrolière ne pourra hausser sa production sans nouveaux investissements significatifs. La modicité des prix pétroliers l'ayant forcé à réduire ses dépenses en immobilisations de 35 % en 2015 et d'un 30 % additionnel en 2016, nous nous attendons à un ajustement à la baisse de l'offre de pétrole. Nous en voyons les premiers signes aux États-Unis, où la

production pétrolière a commencé à chuter en 2015 après avoir augmenté de 1 million de barils/jour chaque année entre 2012 et 2014.

De plus, la demande mondiale de pétrole est restée forte en 2015, en hausse de 2,5 millions de barils/jour pour une consommation mondiale totale de 96 millions de barils/jour répartie comme suit : 29 % pour les camions et véhicules industriels, 29 % pour la pétrochimie, 25 % pour les voitures particulières, 10 % pour le chauffage et 7 % pour l'aviation. Ces sources de demande sont rigides et évoluent lentement. Par exemple, la demande de voitures particulières augmente de 3 % par année, entraînant l'ajout d'environ 30 millions de voitures aux 1,1 milliard qui circulent actuellement dans le monde. Même dans l'hypothèse hardie où les véhicules électriques verraient leur part de marché augmenter à 90 % des voitures neuves achetées dans 10 ans, ils représenteraient moins de 20 % du parc automobile et la flotte de véhicules consommerait encore 28 millions de barils d'essence/jour en 2020.

Malgré un déséquilibre temporaire, la dynamique offre-demande pétrolière mondiale reste serrée. La demande continuant d'augmenter et absorbant la capacité excédentaire et la production diminuant dans la foulée des compressions massives des investissements dans l'énergie, une pression haussière s'exercera sur les prix pétroliers.

À notre avis, les rendements futurs dépendront d'une évaluation fondamentale de la valeur intrinsèque des sociétés et d'une discipline rigoureuse au niveau des cours dans les décisions d'achat et de vente. Au moment où le cours de certaines sociétés trahit une exubérance du marché, nos portefeuilles d'actions se négocient moyennant une valorisation raisonnable de 13 fois les bénéfices et 7 fois les flux monétaires de 2016 avec un taux de dividende de 3,5 %.

À l'avenir, les progrès scientifiques dans la santé, la robotique et les énergies nouvelles peuvent transformer la société et alimenter la croissance. Une prise de participation dans des sociétés innovatrices ayant un fort potentiel de réussite récompensera davantage les investisseurs que les faibles rendements des titres d'emprunt.

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.