



Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

À propos de nous

Letko, Brosseau et Associés inc. est une firme indépendante de gestion de placements globale qui vise à réaliser des rendements supérieurs à long terme pour sa clientèle institutionnelle et privée.

Pour nous joindre

1800, avenue McGill College
Bureau 2510
Montréal (Québec) H3A 3J6
Tél. : 514 499-1200
800 307-8557

145, rue King Ouest
Bureau 2101
Toronto (Ontario) M5H 1J8
Tél. : 647 426-1987
800 307-8557

Recherche

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

Sommaire

- L'économie mondiale s'achemine vers une croissance synchronisée puisque l'activité se dynamise dans les grands pays développés et en développement. La croissance du PIB réel devrait passer de 3,1 % en 2016 à 3,4 % en 2017.
- La progression du PIB réel américain devrait s'accroître à 2,5 % en 2017, portée par les dépenses de consommation, l'habitation et les investissements des entreprises. Le programme de stimulation fiscale et budgétaire de la nouvelle administration pourrait faire augmenter ce chiffre.
- Le Canada profitera d'une bonne croissance des revenus, de la hausse des prix pétroliers, d'une monnaie concurrentielle et de l'accélération de l'économie américaine. Nous relevons donc notre prévision de croissance du PIB réel à 1,5 %-2,0 % en 2017. Cependant, les consommateurs devront rajuster à la baisse leurs dépenses et leur endettement, limitant les perspectives de croissance économique à moyen terme.
- La Réserve fédérale américaine a augmenté les taux d'intérêt de 0,25 % en décembre et prévoit d'autres hausses. Celles-ci seront progressives et ne devraient pas faire dérailler l'économie américaine ou les marchés boursiers.
- Nos attentes à l'égard des rendements boursiers se sont modérées puisque les valorisations ont atteint l'extrémité supérieure des plages de juste valeur. Le rendement global moyen des actions devrait atteindre environ 6 % par année à moyen terme.
- Les prix des obligations canadiennes à long terme ont baissé de 12,7 % au T4, suite à une hausse modeste de 68 points de base des taux obligataires. Nous mettons de nouveau en garde les investisseurs contre la surévaluation des titres à revenu fixe et leur vulnérabilité à de nouvelles corrections.
- Notre décision de privilégier un portefeuille d'actions choisies avec soin par rapport aux titres à revenu fixe, tout en maintenant un portefeuille d'obligations de grande qualité faiblement exposé à la volatilité des taux d'intérêt a porté fruit – et continuera de le faire.



Les présents renseignements ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ne sont pas garantis par nous et pourraient être incomplets. Ils ne représentent pas un énoncé ou un sommaire complet des titres, des marchés ou des événements décrits dans ce rapport. Les opinions exprimées sont basées sur notre analyse et notre interprétation de ces renseignements. Dans le cadre de cette analyse, Letko, Brosseau et Associés inc. établit des prévisions au sujet de l'économie, de l'évolution des marchés, de certains risques et d'autres questions reliées. De par leur nature même, ces prévisions sont incertaines et comportent des risques inhérents. Nous conseillons donc aux lecteurs de ne pas se fier indûment à ces prévisions.

Retour sur 2016 : beaucoup de changements en un an

Au début de 2016, la crainte d'un ralentissement marqué en Chine et une faible croissance aux États-Unis ont déstabilisé les marchés financiers. À la mi-février, les prix du pétrole et des métaux de base ont touché de nouveaux planchers, l'indice S&P 500 avait reculé de 11 % et le taux des obligations canadiennes à 10 ans tournait autour de 1 %. Par la suite, l'incertitude politique créée par le vote en faveur de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne et par l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis a amplifié les préoccupations des investisseurs.

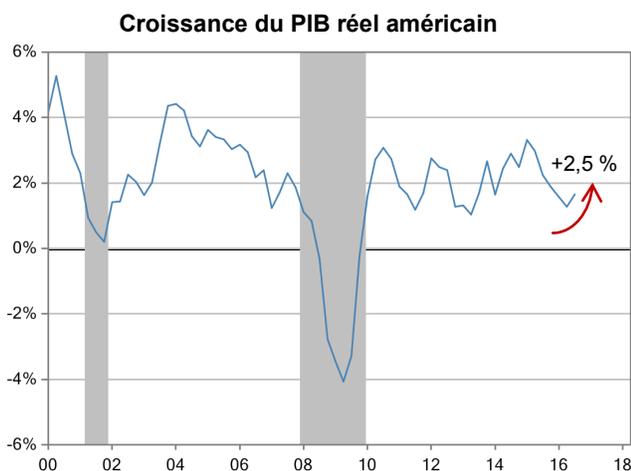
Malgré ces événements, l'activité économique mondiale n'a cessé de se dynamiser durant l'année. À la fin de l'année, la plupart des grandes places boursières étaient à la hausse et les taux d'intérêt à long terme ont grimpé de 75 points de base aux États-Unis et 68 points de base au Canada, dans l'anticipation d'une croissance plus forte. Les prix des produits de base ont rebondi et les secteurs pétrolier et minier ont été les plus performants du marché boursier.

Au milieu de ce tumulte, nos prévisions n'ont pas changé. La synchronisation de la croissance dans les pays développés et en développement devrait faire passer la progression du PIB réel mondial de 3,1 % en 2016 à 3,4 % en 2017.

Les États-Unis sont engagés dans un long cycle économique

L'économie américaine a franchi plusieurs caps au cours des derniers trimestres. Le nombre d'emplois à temps plein a dépassé son pic d'avant la récession. Les prix des maisons ont monté au-dessus de leur niveau de 2007 à l'échelle du pays. Le nombre de plateformes pétrolières et gazières a grimpé de 63 % depuis le creux atteint en mai en raison d'un rebond des prix du pétrole. Enfin, tant la masse monétaire que le crédit ont affiché une progression robuste.

Graphique 1



Source: Bureau of Economic Analysis. périodes de récession en grisé

S'il est adopté, le programme de dépenses d'infrastructure et de baisses d'impôt de Trump pourrait dynamiser encore davantage l'économie. On s'attend à ce que quatre composantes importantes de l'économie contribuent à la croissance, à savoir la consommation, l'habitation, les investissements et les dépenses publiques. Globalement, ceci laisse entrevoir une accélération, peut-être marquée, de l'économie américaine l'an prochain (graphique 1).

Notre scénario de base prévoit une expansion de 2,5 % du PIB réel américain en 2017 et cette prévision pourrait être dépassée.

Canada : progrès à court terme et défis à plus long terme

Au Canada, une croissance anémique a coïncidé avec la modicité des prix des produits de base, qui s'est répercutée sur les exportations et les dépenses en capital. De fait, malgré un dollar canadien assez bas, le déficit commercial a atteint 54 milliards de dollars CA au T3 2016, contre 45 milliards au T3 2015.

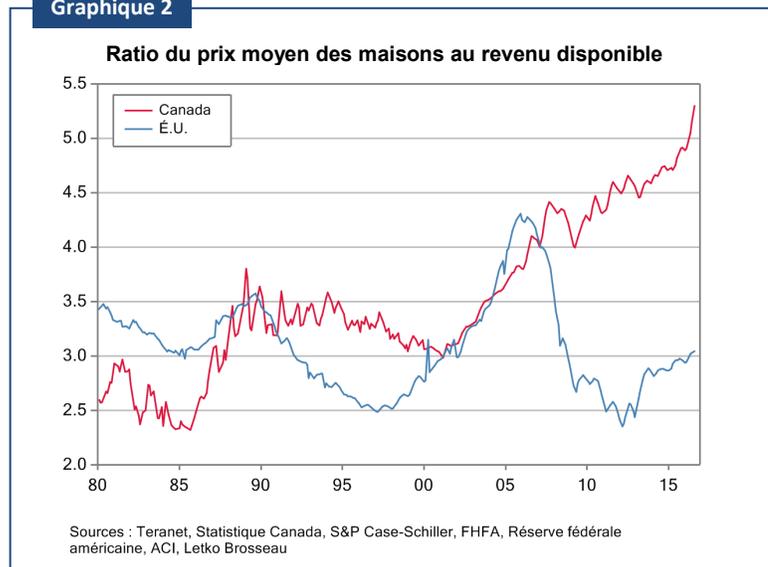
Pour les neuf premiers mois de 2016, les exportations canadiennes aux États-Unis ont chuté de 2 % par rapport à la même période de 2015, surtout en raison de la baisse du prix du pétrole. Ce recul a été en partie compensé par la demande issue de deux vecteurs clés de la croissance américaine : l'habitation et la consommation. Les exportations de produits forestiers (indicateur de la demande de logement) et de véhicules automobiles ont augmenté de 4 % et 3 % respectivement sur un an. Nous nous attendons à ce que l'accélération de l'activité économique américaine l'an prochain se traduise par une demande accrue de produits canadiens. Les exportations devraient également bénéficier de la compétitivité du dollar canadien, actuellement sous-évalué de 14 % par rapport au dollar US sur la base de la parité du pouvoir d'achat.

La remontée des prix pétroliers devrait aussi favoriser la balance commerciale et limiter la réduction des dépenses en immobilisations liées à l'énergie, atténuant ainsi les principales entraves à l'activité économique à court terme. Depuis deux ans, au Canada, les investissements pétroliers et gaziers ont fondu de plus de 50 %, soit environ 40 milliards de dollars CA, tandis que l'économie a crû de 35 milliards de dollars CA. Sans ces compressions, la croissance économique aurait été deux fois plus rapide. Tant que le prix du pétrole reste ferme, les entreprises ne devraient pas diminuer davantage leurs investissements.

La consommation restera un déterminant important de l'activité économique au Canada en 2017. Le revenu disponible a grimpé de 4,3 % sur un an au T3, porté par la croissance de l'emploi et des salaires. Par contre, les investissements résidentiels ont commencé à se modérer. Le prix des maisons a atteint de nouveaux sommets, mais les mises en chantier ont récemment ralenti, en recul de 7,5 % sur un an pour la période de trois mois terminée en novembre. De plus, les taux hypothécaires ont été à la hausse. Le taux fixe à cinq ans offert par la Banque Royale est passé de 2,64 % à 2,94 % en novembre et une nouvelle réglementation fédérale a resserré les critères d'admissibilité aux prêts hypothécaires. Ces deux facteurs devraient restreindre encore plus la construction domiciliaire.

Depuis un certain temps, nous mettons en garde contre les défis structurels de l'économie canadienne, à savoir le niveau élevé des dépenses et de l'endettement des consommateurs et le prix excessif des

Graphique 2



logements. Depuis 20 ans, ce prix a augmenté beaucoup plus vite que le revenu, d'où une accessibilité réduite à la propriété. En moyenne, le prix des maisons s'élève à cinq fois le revenu des ménages au Canada, contre trois fois aux États-Unis (graphique 2). La hausse des taux d'intérêt — et donc des taux hypothécaires — annoncerait-elle des difficultés?

En évaluant l'impact possible de la hausse des taux d'intérêt sur l'économie, nous notons que les deux tiers des prêts hypothécaires en cours ont un taux fixe, habituellement pour cinq ans. Cette proportion passe à 80 % pour les nouveaux prêts souscrits en 2016. De plus, les prêts à taux variable sont souvent assortis de mensualités fixes dont seule la tranche affectée au remboursement du capital varie avec les taux d'intérêt. Ainsi, pour la majorité des ménages ayant un prêt hypothécaire, la hausse des taux d'intérêt ne se répercutera qu'à la longue sur le service de la dette.

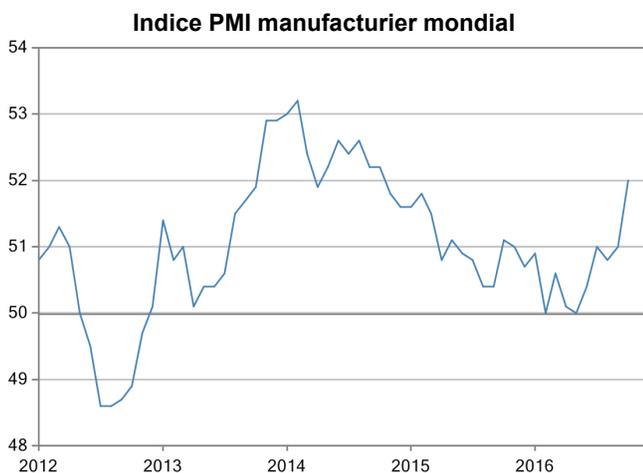
Par exemple, les prêts hypothécaires à cinq ans qui seront renouvelés en 2017 ont été souscrits en 2012 à un taux d'environ 3,5 %. Par conséquent, les emprunteurs qui refinanceront un tel prêt à taux fixe verront leurs mensualités diminuer.

Cependant, à mesure que les taux d'intérêt continuent de monter, les emprunteurs devront consacrer une part croissante de leur revenu au paiement des intérêts. Si les taux hypothécaires gagnent encore 1 % pour atteindre 3,9 %, un ménage ayant un prêt de 200 000 \$ (la médiane canadienne) devra payer 105 \$ de plus par mois. À notre avis, ceci devrait être gérable. Une telle hausse ne représente que 2,3 % du revenu disponible médian canadien et correspond à l'augmentation des salaires du secteur privé prévue par le Conference Board du Canada.

À plus long terme, le marché de l'habitation pourrait bien subir un recul susceptible de freiner l'activité économique. Cependant, à court terme, le Canada profitera d'une progression de l'emploi et des revenus, d'un rebond des prix pétroliers et d'une croissance accrue aux États-Unis. Nous prévoyons une croissance de l'économie canadienne de l'ordre de 1,5 % à 2,0 % en 2017.

Une croissance mondiale en voie de synchronisation

Graphique 3



Source: Markit

Des données récentes confirment l'accélération de la production industrielle mondiale. Après avoir touché son creux au T2, l'indice mondial des directeurs d'achat (PMI) du secteur manufacturier a remonté modérément ou fortement aux États-Unis, en Allemagne, au Royaume-Uni, au Japon et dans de grands pays émergents comme l'Inde et la Chine (graphique 3).

L'amélioration est particulièrement visible en Chine, où la majorité des indicateurs font état d'une croissance robuste de l'activité, dopée par la stimulation budgétaire et du crédit. En octobre, les ventes de véhicules automobiles, les voyages aériens, le fret ferroviaire et la

consommation d'électricité étaient en hausse de 20 %, 13 %, 11 % et 9 % respectivement sur un an.

La Russie et le Brésil, à la traîne des pays émergents, devraient profiter de la remontée des prix des produits de base. Depuis un an, la hausse a été de 52 % pour le pétrole, 101 % pour le minerai de fer, 17 % pour le cuivre et 250 % pour le charbon métallurgique, principal intrant dans la fabrication de l'acier.

Pour la première fois depuis plusieurs années, la croissance mondiale devrait se synchroniser. Le FMI prévoit que la croissance du PIB réel mondial s'accroîtra, passant de 3,1 % en 2016 à 3,4 % en 2017.

Les valorisations élevées nécessitent une sélection prudente des actions

L'année a été volatile pour les marchés financiers et les actions mondiales ont clôturé 2016 avec une performance mitigée. Le rendement global (en \$ CA) a atteint +8,6 % pour le S&P 500, +21,1 % pour le S&P/TSX, 0 % pour le DAX, +2,7 % pour le CAC-40, -4,0 % pour le FTSE-100 et +2,5 % pour le Nikkei. Les marchés en développement ont aussi affiché une performance robuste, l'indice MSCI Marchés émergents gagnant 7,9 %.

La vigueur des actions américaines amène évidemment à se demander si la progression récente des marchés est exagérée. Notons d'abord que les bénéfices, déterminant clé des cours boursiers, ont grimpé parce que l'activité économique s'est renforcée. Par ailleurs, le ratio C/B des actions américaines mesuré par l'indice S&P 500 s'établit à 19 fois les bénéfices de 2016 et 16,5 fois les bénéfices prévus de 2017. Bien que supérieurs à leur moyenne à long terme de 15, ces ratios ne sont pas déraisonnables au vu de la modicité des taux d'intérêt.

L'amorce de remontée des taux d'intérêt pourrait exercer une pression sur les segments les plus valorisés du marché. Cependant, l'histoire nous enseigne qu'une hausse des taux d'intérêt ne s'accompagne pas nécessairement d'une piètre performance boursière. Par exemple, les taux ont entamé une longue tendance haussière en 1950, mais le S&P 500 a rapporté 8,9 % par année entre 1950 et 1960. Plus récemment, les taux d'intérêt ont beaucoup grimpé entre 2003 et la mi-2007, la Fed faisant passer son taux directeur de 1,25 % à 5,25 % et le taux obligataire à 10 ans étant passé de 4 % à 5 %. Or, durant cette période, le S&P 500 a dégagé un rendement global annualisé de 14,6 %.

Les cours boursiers sont soutenus par la croissance des bénéfices et par des dividendes attrayants, mais les valorisations se situent à l'extrémité supérieure de leur plage de juste valeur. Nous nous attendons donc à des rendements légèrement inférieurs à ceux des dernières années. À moyen terme, nous estimons que ce rendement devrait se situer autour de 6 % par année (en incluant les dividendes). À plus court terme, les bénéfices pourraient subir des pressions si l'appréciation du dollar U.S. devait se poursuivre.

Nos titres en portefeuille se négocient moyennant un ratio plus raisonnable de 13 fois les bénéfices prévus. Nous croyons donc être mieux placés pour profiter de la croissance des bénéfices et des dividendes tout en étant moins exposés au risque de valorisation.

Obligations : le point ZÉRO du rendement

Après le résultat des élections américaines et le relèvement du taux des fonds fédéraux par la Réserve fédérale, les taux d'intérêt à long terme ont monté de 75 et 68 points de base respectivement aux États-Unis et au Canada au T4. En conséquence, les prix des obligations fédérales à long terme ont chuté de près de 11 % (tableau 1).

Malgré leur hausse récente, les taux d'intérêt restent bien en-deçà de ce que justifieraient l'activité économique et l'inflation sur l'ensemble de la courbe. Le PIB nominal du Canada devrait croître de près de 4 % en 2017, mais le taux des obligations canadiennes à 30 ans n'était que de 2,34 % en fin d'année. En ce qui concerne les taux à court terme, la Banque du Canada estime que le taux directeur neutre compatible avec le plein emploi, une croissance continue et des prix stables se situe entre 2,75 % et 3,75 %. Le taux à un jour étant actuellement de 0,5 %, la Banque du Canada prévoit que son taux directeur devrait être « normalement » supérieur de 2,25 % à 3,25 % à ce qu'il est aujourd'hui.

Tableau 1 : Impact des hausses de taux d'intérêt sur les obligations canadiennes

Terme	30 septembre 2016	Taux actuel	Impact sur les prix depuis le 30.9.2016	Taux normal	Impact supplémentaire potentiel sur les prix
Obligations du Canada à court terme	0,5 %	0,7 %	-0,2 %	3,0 %	-2 %
Indice obligataire universel FTSE TMX	1,7 %	2,1 %	-3,4 %	4,2 %	-16 %
Obligations du Canada à long terme	1,7 %	2,3 %	-12,7 %	4,0 %	-34 %
Portefeuille de LBA	1,1 %	1,4 %	-0,5 %	3,8 %	-5 %

Un relèvement du taux directeur au point médian de la prévision de la Banque du Canada et une remontée des taux obligataires à long terme et des écarts des obligations de sociétés vers leurs moyennes historiques auraient un impact significatif sur le prix des obligations de longue échéance. Par exemple, le prix des obligations fédérales à long terme reculerait encore de 34 % tandis que le FTSE-TMX (indice obligataire de référence) perdrait 16 % (tableau 1). Par contraste, notre portefeuille obligataire est bien placé pour préserver le capital, vu sa courte durée et sa très faible exposition au risque de crédit.

À notre avis, les titres à revenu fixe présentent encore un rapport risque-rendement très médiocre. Nous continuons donc de préférer les actions aux obligations et nous gérons nos portefeuilles de titres à revenu fixe dans une perspective de protection du capital.

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