



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'impact économique du « Brexit » se limitera probablement au Royaume-Uni. Les répercussions négatives de ce vote ne sont pas comparables à celles de la faillite de Lehman Brothers ou de la crise de la dette en Grèce.
- Bien que les résultats du vote soient défavorables, aucune menace imminente ne plane sur l'euro ou la zone euro.
- La réaction négative initiale des marchés financiers ne reflète pas les fondamentaux réels des sociétés, mais plutôt les opérations de portefeuille déclenchées par le pessimisme. Le contexte macroéconomique reste par ailleurs largement favorable aux actions et nous nous attendons à ce que les marchés se repositionnent en fonction des valorisations fondamentales.
- Notre scénario de base prévoit une croissance mondiale modérée, soutenue par une expansion solide aux États-Unis. Le PIB réel mondial devrait progresser de 3 % à 3,5 % en 2016-2017.
- En raison des événements récents, la fuite vers les valeurs refuges pourrait entraîner une hausse temporaire des prix des obligations. Néanmoins, nous considérons toujours que les obligations à long terme présentent un rapport risque-rendement peu attrayant.
- Au cours de la dernière année, la vigueur du dollar américain, la chute du prix du pétrole ainsi que les coûts supportés par les banques à la suite de la crise financière ont eu un impact négatif sur les bénéfices aux États-Unis. Ces facteurs devraient s'atténuer et laisser place à une reprise de la croissance des bénéfices.
- Les valorisations des actions en portefeuille sont représentatives de la juste valeur des titres. Les taux de dividendes sont attrayants et sont considérablement supérieurs à ceux des obligations d'État.
- Nous continuons de privilégier les actions, au détriment des obligations dans le cadre de nos mandats équilibrés.



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.

La fin du deuxième trimestre a été caractérisée par une volatilité considérable des marchés, attribuable au vote historique en faveur d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. L'incertitude entourant l'impact économique et politique de cette décision a gagné les marchés financiers, dont les premières réactions ont été négatives, comme on pouvait s'y attendre. Le rebond subséquent porte toutefois à croire que celles-ci n'ont été que passagères. En juin, l'indice MSCI Monde (en dollars canadiens) s'est replié de -1,8 % alors que les taux des obligations d'État à 10 ans ont touché de nouveaux creux au Canada (1,1 %) et aux États-Unis (1,5 %).

Nous recommandons aux investisseurs d'éviter de jeter un regard trop négatif sur ces événements. Le système économique et financier mondial repose sur des bases plus stables qu'après la crise financière. Le contexte macroéconomique demeure favorable et propice à la croissance, étant donné la modicité des taux d'intérêt, de l'inflation et des prix des produits de base.

Le vote britannique n'aura pas de conséquences semblables à celle de la crise grecque : il n'est pas question d'annulation de dette ou de faillites bancaires. Contrairement à la Grèce, le Royaume-Uni possède sa propre devise, gage de continuité et de stabilité monétaire. La structure de l'Union monétaire européenne n'est pas menacée pour le moment. Nous nous attendons à ce que l'essentiel de l'impact économique négatif se fasse sentir au Royaume-Uni plutôt qu'en Europe.

Il est trop tôt pour parler d'un effet domino sur les mouvements sécessionnistes européens ou d'un risque existentiel pour la zone euro. Les efforts passés consentis pour soutenir la Grèce et d'autres pays périphériques démontrent que les Européens reconnaissent la réussite de leur intégration continentale et désirent fortement préserver leur marché commun.

Entre-temps, les banques centrales agiront rapidement pour fournir des liquidités au besoin. À notre avis, le risque d'une récession reste limité à l'échelle mondiale, mais a augmenté au Royaume-Uni. Nous continuons de nous attendre à une croissance économique mondiale modérée, tirée par une expansion solide aux États-Unis.

L'activité économique américaine demeure stable

La forte demande des consommateurs, stimulée par la croissance soutenue de l'emploi et des revenus, favorise l'expansion de l'économie américaine. En moyenne, 170 000 emplois par mois ont été créés au cours des six derniers mois et le salaire horaire était en hausse de 2,5 % sur un an au mois de mai. Le revenu disponible progresse au taux annuel de 4,1 %, entraînant une augmentation des dépenses de 3,7 %.

La croissance est également stimulée par le rebond du marché immobilier. Les investissements résidentiels ont progressé de 13 % en glissement annuel au cours du premier trimestre. Les nouvelles constructions ont enregistré une hausse de 15 %, contre 12 % pour les dépenses liées aux rénovations résidentielles. En avril, le total annualisé des nouvelles constructions s'élevait à 1,2 million, soit le double des niveaux déprimés observés lors de la Grande Récession. Il subsiste tout de même un potentiel de hausse, car nous estimons que le rythme de mises en chantier compatible avec la formation de ménages se situe dans une fourchette de 1,3 à 1,5 million.

Les compressions dans le secteur de l'énergie ont nui aux investissements des entreprises du secteur de l'énergie. Les investissements pétroliers et gaziers se chiffraient à environ 52 milliards de dollars au premier trimestre, ce qui représente une diminution de 70 % par rapport au sommet atteint au deuxième trimestre de 2014. Les investissements non résidentiels ont progressé au taux annuel de 4,6 % dans les autres secteurs. À l'avenir, la croissance des bénéfices devrait continuer de soutenir les dépenses en immobilisations. La récente remontée des prix du pétrole devrait également contribuer à la reprise graduelle des dépenses liées aux activités de forage.

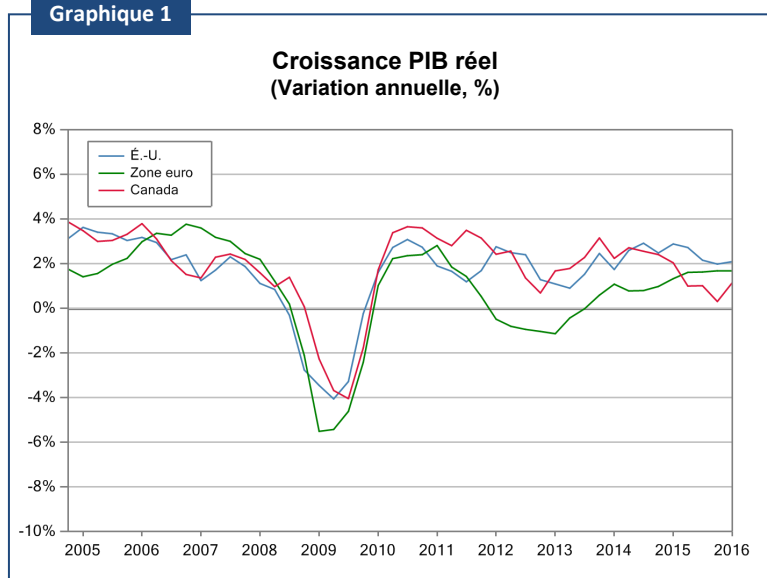
Nous prévoyons que la croissance du PIB réel des États-Unis s'inscrira dans une fourchette de 2,0 % à 2,5 % en 2016 (graphique 1), comme au cours des deux dernières années.

Rythme de croissance lent mais constant au Canada

Après avoir subi un faible repli au début de l'année 2015, l'économie canadienne a rapidement rattrapé son retard, conformément à nos attentes. Le PIB réel a progressé de 1,1 % en glissement annuel au premier trimestre et la croissance trimestrielle demeure en territoire positif depuis le troisième trimestre de 2015.

Comme aux États-Unis, les dépenses de consommation et l'activité immobilière ont été les deux principaux facteurs de croissance. Au Canada, le PIB nominal a augmenté de 26 milliards de dollars au premier trimestre, comparativement à l'an dernier. Les dépenses personnelles de consommation ont grimpé de 3,7 % (41 milliards de dollars) en glissement annuel, et les investissements résidentiels, de 7,7 % (11 milliards de dollars). Le repli marqué des investissements dans le secteur pétrolier et gazier et l'importance relative de ce dernier pour l'économie canadienne expliquent la diminution de 8,1 % (20 milliards de dollars) des dépenses en immobilisations du secteur non résidentiel.

Graphique 1



L'activité économique diffère selon les provinces. Au cours de la dernière année, le nombre d'emplois perdus a atteint 32 000 en Alberta, contre 7 000 en Saskatchewan, 5 000 au Nouveau-Brunswick et 2 000 au Manitoba. En revanche, 87 000 emplois ont été créés en Ontario et 84 000 en Colombie-Britannique. Un total de 127 000 nouveaux emplois nets ont été créés au Canada au cours des douze derniers mois. On a également observé que les ventes au détail avaient diminué de 2,7 % en Alberta en mars par rapport à l'année dernière, mais qu'elles avaient augmenté de 5,2 % en Ontario ainsi qu'en Colombie-Britannique.

Nous nous attendons à ce que l'économie canadienne progresse de 1,5 % en 2016, stimulée par la croissance des revenus et de la consommation, la contribution positive du marché immobilier ainsi que la hausse des dépenses publiques.

Le Brexit pourrait modérer, mais non entraver la progression de l'Europe

Comme mentionné ci-dessus, le vote en faveur de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne de 28 États membres n'aura aucune répercussion directe sur l'euro ni sur les 19 pays de l'Union monétaire. De plus, la zone euro a résisté à des pressions considérables pendant les cinq dernières années. Il est trop tôt pour déterminer si les mouvements sécessionnistes à l'échelle du continent sont susceptibles de faire dérailler l'Union. En fait, il est peu probable que d'autres gouvernements européens organisent un référendum sur la question au cours des prochaines années.

Avant le vote du 23 juin, on a observé une reprise de l'activité économique au sein de la zone euro, soutenue par les mesures prises par la Banque centrale européenne (BCE) afin d'injecter des liquidités sur le marché. Au cours du premier trimestre, le PIB réel de la zone euro a progressé de 1,7 % sur un an. Une croissance de 3,4 % a été enregistrée en Espagne, contre 1,6 % en Allemagne, 1,3 % en France et 1 % en Italie. Au cours des deux dernières années, 3,5 millions d'emplois ont été créés dans la zone euro (960 000 en Espagne, 870 000 en Allemagne, 630 000 en France et 340 000 en Italie).

Nous constatons une tendance à la hausse des revenus disponibles, lesquels ont augmenté de 1,2 % en 2014 et de 1,9 % en 2015, après avoir connu plusieurs années de stagnation relative. La hausse des revenus d'emploi s'est traduite par une libération de la demande latente au sein de nombreux secteurs. Par exemple, les ventes d'automobiles annualisées ont grimpé à 11,4 millions en avril, en hausse de 9,6 % par rapport à l'an dernier. L'Europe n'a toujours pas récupéré la totalité des pertes d'emploi subies suite à la Grande Récession. La progression constante du marché de l'emploi devrait soutenir la croissance. Le risque que le « Brexit » ait des répercussions négatives sur l'activité économique de la zone euro est limité à court terme. Toutefois, nous surveillerons de près les indicateurs de la confiance des entreprises. Nous prévoyons que le PIB réel de la zone euro gagnera environ 1,5 % en 2016.

Puisque le Royaume-Uni ne représente que 2 % du PIB mondial, la situation actuelle ne devrait pas avoir d'impact sur la croissance planétaire. Toutefois, le risque que le Royaume-Uni entre en récession a augmenté, et les perspectives à court et à moyen terme concernant le commerce, le secteur financier ainsi que les investissements des entreprises se sont détériorées. En effet, tandis que 44 % des exportations du Royaume-Uni sont destinées à l'UE (13 % du PIB du pays), seulement 6 % environ des exportations de l'UE se dirigent vers le Royaume-Uni (3 % du PIB de l'UE). Le secteur financier, qui représente 8 % du PIB du Royaume-Uni, pourrait être vulnérable. Certaines préoccupations concernant l'accès du Royaume-Uni au marché de l'UE sont susceptibles d'avoir un effet négatif sur les investissements privés (10 % du PIB du Royaume-Uni) jusqu'à l'entrée en vigueur de nouvelles règles.

Marchés émergents : transition vers une croissance plus équilibrée

La croissance économique des marchés émergents varie considérablement selon le pays et la région. L'an dernier, le PIB réel de l'Inde a progressé de 7,3 % et plusieurs pays asiatiques ont affiché une croissance robuste, notamment les Philippines (5,8 %), la Malaisie (5,0 %), l'Indonésie (4,8 %) et la Thaïlande (2,8 %). En Europe de l'Est, l'activité économique a été généralement vigoureuse, notamment en Roumanie (croissance de 3,7 %), en Pologne (3,6 %) et en Hongrie (2,9 %). D'un autre côté, le Brésil et la Russie sont toujours aux prises avec des problèmes intérieurs et demeurent en récession (-3,8 % et -3,7 % respectivement). L'ensemble des marchés émergents a progressé de 4 % l'an dernier et le FMI prévoit une croissance de 4,1 % en 2016.

Le ralentissement de l'activité économique chinoise au cours de l'an dernier a soulevé des préoccupations quant à un effondrement imminent de son économie. Selon les statistiques officielles, le PIB réel de la Chine a affiché une croissance de 6,9 % en 2015, bien que plusieurs autres indicateurs portent à croire que celle-ci se situerait plutôt entre 5 % et 6 %. Le gouvernement chinois a donc mis en place un programme de relance budgétaire ainsi que des mesures visant à stabiliser les sorties de capitaux. Ces mesures, de même que le lancement du plan quinquennal axé sur la croissance, ont contribué à réduire l'incertitude et à éviter un repli encore plus marqué.

L'activité économique en Chine semble s'être stabilisée et avoir entamé une tendance à la hausse. Pour les 5 premiers mois de l'année, les revenus des sociétés industrielles ont augmenté de 2,9 % sur un an alors que les bénéfices étaient en hausse de 6,4 % sur la même période. En 2015, ces taux étaient de 0,8 % et -2,3 % respectivement. Notre analyse interne, fondée sur des données relatives à plus de 2 500 sociétés cotées en bourse, révèle une tendance similaire : les revenus des sociétés ont augmenté de 2,8 % au premier trimestre, par rapport à l'année dernière.

En Chine, une reprise graduelle s'amorce dans les secteurs cycliques, qui avaient subi des contractions importantes en 2015. Par exemple, la production de ciment a grimpé de 3,7 % de janvier à mai, comparativement à -5,1 % au cours de la même période l'an dernier. Le redressement des prix des logements, en hausse de 5 % en glissement annuel (au mois de mai), devrait de plus en plus favoriser l'essor des secteurs liés à la construction. Par ailleurs, les secteurs sensibles à la

consommation affichent de fortes hausses de production. De janvier à mai, la fabrication de téléphones mobiles et de téléviseurs a bondi de 19 % et de 13 % respectivement par rapport à l'année dernière.

Bien que les signes de reprise de l'économie soient encourageants, la Chine est toujours aux prises avec les déséquilibres passés. Nous portons donc une attention particulière aux risques pouvant freiner les progrès actuels. À plus long terme, les fondamentaux de la Chine demeurent solides étant donné que le pays n'en est qu'aux premiers stades de son développement.

Récapitulant nos projections pour les différentes régions, nous prévoyons que le PIB réel mondial progressera de 3 % à 3,5 % en 2016-2017.

Conclusion : les actions sont préférables aux obligations

Alors que la volatilité règne sur les marchés à la suite du vote historique au Royaume-Uni, les principaux marchés boursiers européens sont à la baisse depuis le début de l'année. En cumul annuel, le DAX a dégagé un rendement total (en dollars canadiens) de -15 %; le FTSE 100, de -10 % et le CAC 40, de -10 %. Ailleurs dans le monde, l'indice Nikkei a reculé de 10 % et le S&P 500 de 3 % (bien qu'il ait avancé de 4 % en dollars américains), alors que l'indice S&P/TSX a gagné 10 %. Les actions des marchés émergents sont restées statiques depuis le début de 2016.

Nous ne croyons pas que la décision du Royaume-Uni de quitter l'Union européenne aura un impact négatif permanent sur nos actions en portefeuille. Nous constatons que les sociétés domiciliées au Royaume-Uni ne représentent que 3 % des actions totales. Il s'agit principalement de grandes multinationales peu influencées par l'économie britannique. Nous ne détenons aucune position de devise en livres sterling ou dans une banque britannique.

Les événements récents ont rappelé aux investisseurs le climat de volatilité qui règne sur les marchés boursiers depuis 2006. Le S&P 500 a reculé de 10 % ou plus au moins sept fois en dix ans (graphique 2) tout en ayant subi le pire marché baissier depuis la Grande Dépression de 1929. Néanmoins, notre patience a été amplement récompensée, puisque le rendement global cumulatif s'établit à 110 % de janvier 2006 à fin juin 2016.



Le cours des actions reflète au bout du compte les attentes concernant les progrès futurs des sociétés. La reprise économique après la Grande Récession est allée de pair avec un retour à la rentabilité, ce qui, conjugué à des valorisations attrayantes, a donné un élan aux marchés boursiers. Nous estimons que les perspectives de croissance des revenus et des bénéfices demeurent favorables et que les niveaux de valorisation ne sont pas excessifs. Bien que des facteurs temporaires aient entraîné une diminution des bénéfices des sociétés américaines, leur effet devrait s'estomper à court terme.

Mesuré par les bénéfices d'exploitation par action des sociétés du S&P 500, les profits corporatifs suivent une courbe descendante depuis le troisième trimestre de 2014. Or, les données économiques positives publiées, notamment le PIB, ne semblent pas confirmer une prétendue récession des bénéfices.

En fait, les piètres résultats de l'indice S&P 500 semblent essentiellement attribuables à la chute de la rentabilité du secteur de l'énergie. Avant le déclin des prix pétroliers, celui-ci représentait 10 % à 15 % des bénéfices d'exploitation de l'indice. L'effondrement des prix pétroliers et le passage de la croissance des bénéfices en territoire négatif ont eu un impact considérable sur les bénéfices de l'indice global. Les bénéfices d'exploitation de l'indice S&P 500 sont passés de 113 \$ en 2014 à 100,50 \$ en 2015, ce qui représente une baisse de 12,50 \$. Le secteur de l'énergie accuse quant à lui un recul de 16,80 \$, ce qui indique que les bénéfices combinés des autres secteurs ont progressé. La même situation s'est produite au premier trimestre, alors que les revenus du secteur de l'énergie se sont repliés de 32 % par rapport à l'an dernier, tandis que les recettes non énergétiques ont augmenté de 6 %.

En plus du secteur énergétique, deux autres facteurs ont un impact négatif temporaire sur les bénéfices des sociétés. Tout d'abord, la vigueur du dollar américain a pesé sur la valeur des bénéfices étrangers consolidés dans les états financiers aux États-Unis. De plus, les bénéfices des sociétés financières progressent toujours à un rythme inférieur à la normale, essentiellement en raison des coûts hérités de la crise financière, y compris les frais juridiques.

Nous pensons que les effets négatifs susmentionnés s'estomperont au fur et à mesure que le prix du pétrole regagnera du terrain, que le dollar US redescendra de son sommet et que les coûts hérités supportés par les institutions financières seront absorbés. Les bénéfices des sociétés de l'indice S&P 500 pourront alors rattraper leur retard et croître à un rythme de 10 % à 12 % au cours des deux prochaines années.

Bien que les actions semblent se situer à l'extrémité supérieure d'une fourchette de valorisation raisonnable, nous ne jugeons pas leurs cours excessivement élevés. L'indice S&P 500 se négocie actuellement à 18,4 fois les bénéfices d'exploitation prévus pour 2016 (16,5 fois si l'on exclut les titres énergétiques, temporairement pénalisés par l'effondrement des prix pétroliers).

En nous penchant sur le ratio cours/bénéfice, nous constatons que les valorisations des sociétés varient considérablement. La majorité d'entre elles présentent des valorisations raisonnables, mais certaines sont excessivement chères. Par exemple, Amazon et Facebook se négocient à 100 et 50 fois les bénéfices prévus respectivement.

D'un autre côté, notre portefeuille d'actions affiche une valorisation raisonnable de 14,5 fois les bénéfices (12,5 si l'on exclut les titres énergétiques) et offre un taux de dividende de 3 %. Nous croyons donc qu'il est très bien positionné pour dégager des rendements attrayants au cours des prochaines années, alors que la croissance des bénéfices des sociétés se poursuit.

Le rendement de dividende du portefeuille est considérablement supérieur aux taux des obligations d'État sur l'ensemble de la courbe. À la fin du deuxième trimestre, l'obligation fédérale à 5 ans rapportait 0,60 %, contre 1,10 % pour l'obligation à 10 ans et 1,7 % pour l'obligation à 30 ans. Les investisseurs qui s'exposent à un risque de crédit plus important n'en sont que faiblement récompensés. Par

exemple, les porteurs d'obligations à 10 ans notées BBB doivent se contenter d'un rendement de 3,60 %.

En raison des récents événements, les politiques gouvernementales resteront expansionnistes et la fuite vers les valeurs refuges pourrait entraîner une hausse temporaire des prix obligataires. Cependant, ces distorsions ne nous incitent pas à modifier la composition de nos placements. Nous restons d'avis que les obligations à long terme coûtent cher et qu'il soit très probable que dû aux taux d'intérêt actuels, les rendements obligataires après inflation seront presque nuls voire négatifs.

Même si les taux d'intérêt n'amorcent une remontée graduelle et modeste que dans quelques années, les investisseurs obligataires subiront probablement des pertes importantes. Cela concerne particulièrement les titres à long terme, en raison de leur extrême sensibilité aux fluctuations des taux. Par exemple, une obligation du Canada à 30 ans ayant un taux de 1,7 % entraînerait une perte totale cumulative de plus de 10 % après cinq ans si les taux stagnent, puis n'augmentent que de 1 % en 2021. Advenant une hausse des taux de 2 %, les pertes en capital s'élèveraient à plus de 30 %. En comparant ces pertes potentielles avec ce que rapportent actuellement les obligations, nous jugeons le rendement ajusté pour le risque extrêmement défavorable.

Nous continuons de privilégier les actions, qui offrent un meilleur rapport risque/rendement. Au cours des six dernières années, nous avons évité les obligations à long terme et réduit au minimum le risque de crédit dans le segment des titres à revenu fixe du portefeuille à des fins de préservation du capital. Afin de maximiser les rendements, nous avons maintenu une surpondération dans certaines actions présentant des valorisations intéressantes. Cette stratégie nous a permis d'apporter une valeur ajoutée aux portefeuilles équilibrés sans toutefois trop accroître le niveau de risque. Nous sommes convaincus qu'il en sera de même au cours des prochaines années.

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