



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

- La croissance économique mondiale s'accélère et se synchronise de plus en plus. Le risque de récession est faible.
- Selon nos prévisions, le PIB réel américain augmentera de 2,5 % en 2017. La reprise des dépenses en immobilisations semble être à un stade précoce et les enquêtes révèlent un climat d'affaires dynamique.
- Le commerce extérieur du Canada devrait profiter de la faiblesse du huard et du renforcement de la croissance américaine et internationale. Nous prévoyons une progression de 2,0 % du PIB réel cette année.
- Dans la zone euro, la croissance prend encore de l'élan et a de bonnes chances d'atteindre 1,5 %-2,0 % en 2017. La progression de l'emploi renforce la confiance et fait monter les dépenses de consommation.
- Les mesures de stimulation de la Chine ont eu des répercussions positives sur les pays développés et en développement. Les économies émergentes devraient croître de 4,5 % en 2017.
- Les indices boursiers mondiaux ont dégagé un rendement global positif au premier semestre, reflétant un contexte macroéconomique favorable. Les risques géopolitiques subsistent, mais la hausse des bénéfices, la modicité des taux d'intérêt, la discrétion de l'inflation et l'absence d'excès financiers significatifs apportent un soutien essentiel aux valeurs boursières. Le niveau plus élevé des valorisations impose une sélection judicieuse des actions, mais il serait injustifié de faire preuve d'une prudence extrême pour l'instant.
- L'époque de la politique monétaire mondiale ultra-accommodante pourrait finalement tirer à sa fin. Il est préférable d'éviter les obligations à long terme qui sont de plus en plus vulnérables à une correction.

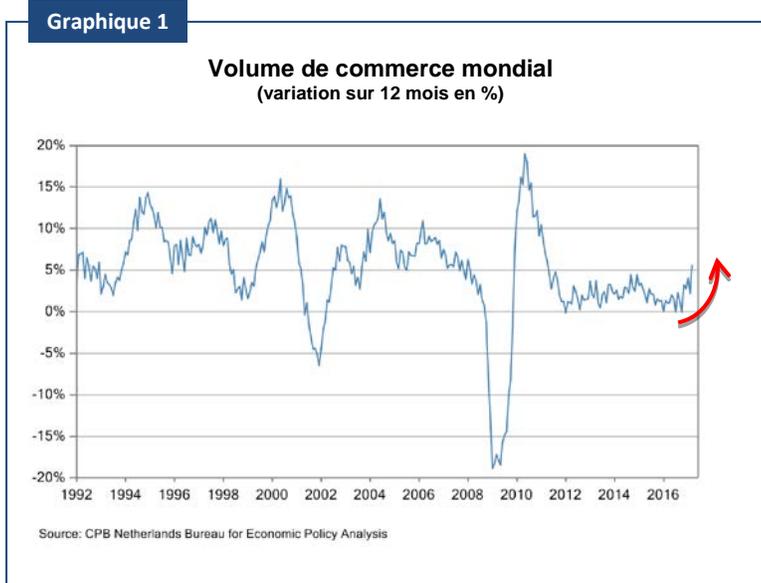


Les présents renseignements ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ne sont pas garantis par nous et pourraient être incomplets. Ils ne représentent pas un énoncé ou un sommaire complet des titres, des marchés ou des événements décrits dans ce rapport. Les opinions exprimées sont basées 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 liées. 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 croissance mondiale en hausse

Le rythme de la croissance économique mondiale s'accélère. Les investissements, les dépenses de consommation et la production industrielle sont en hausse en Amérique du Nord et en

Europe. L'embellie touche aussi les pays en développement. La crainte d'un ralentissement chinois s'est dissipée et les perspectives restent prometteuses en Inde. Même la Russie et le Brésil devraient afficher une croissance positive, quoique modeste, en 2017, après les défis considérables des deux dernières années.



Cette expansion synchronisée a un impact positif sur le commerce mondial qui enregistre sa progression la plus rapide en six ans malgré les craintes de protectionnisme (graphique 1). Les perspectives économiques sont positives et le risque de récession est faible.

L'économie américaine repose sur des fondements solides

Aux États-Unis, le PIB réel a progressé de 2,1 % en glissement annuel au premier trimestre, porté par la consommation, les investissements des entreprises et le secteur de l'habitation. La progression de l'emploi et des salaires continue d'apporter un soutien solide aux dépenses de consommation. En moyenne, il s'est créé 121 000 emplois par mois durant le dernier trimestre, tandis que le salaire horaire a augmenté de 2,5 % en glissement annuel en mai. D'autres sources de revenu croissent encore plus fortement : le revenu de location a monté de 6,8 % en glissement annuel en mai et le revenu provenant des actifs financiers a grimpé de 3,8 % durant la même période. Globalement, le revenu disponible était en hausse de 3,7 % en glissement annuel en mai, entraînant une augmentation de 4,2 % des dépenses de consommation. Le taux d'épargne reste sain à 5,5 % et la valeur nette des ménages a atteint un nouveau sommet de 95 000 milliards de dollars.

Les investissements des entreprises se sont relevés de leur atonie de 2016. Les dépenses en immobilisations ont augmenté de 4,2 % en glissement annuel au premier trimestre, portées par une montée de 8,8 % des investissements en recherche-développement. La reprise des investissements des sociétés semble à un stade précoce. Des enquêtes auprès des entreprises grandes et petites révèlent que la confiance règne dans le milieu des affaires. De plus, les bénéfices après impôt des sociétés ont grimpé de 3,3 % au premier trimestre, menés par une progression robuste dans les secteurs des finances et des technologies.

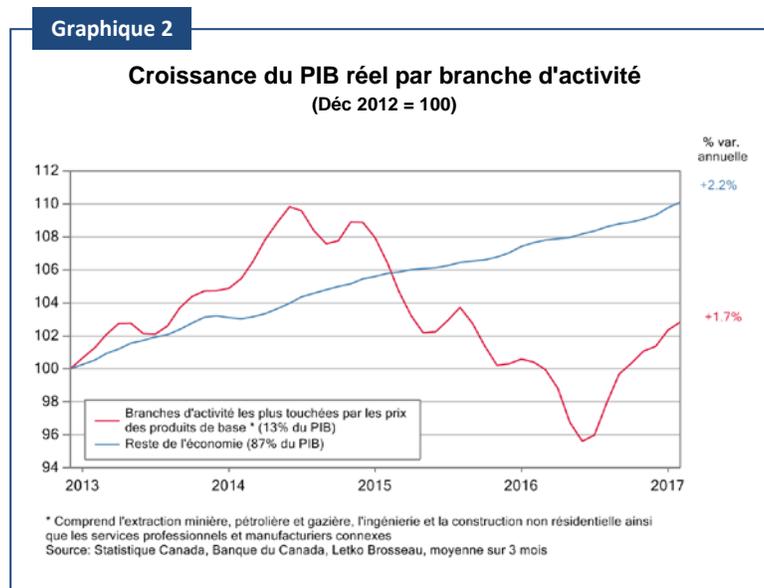
Les investissements résidentiels sont en expansion depuis sept ans, portés par la hausse des prix, l'augmentation des ventes et les mises en chantier. Le prix de vente médian des maisons existantes a monté de 5,8 % comparé à l'année passée alors que les ventes de maisons ont

augmenté de 3,3 % et qu'il s'est bâti 1,2 million de maisons en chiffres annualisés pendant le mois de mai.

Ensemble, ces vecteurs de croissance cyclique devraient continuer d'avoir un effet positif sur l'économie américaine. Nous prévoyons que le PIB réel américain progressera de 2,5 % en 2017. De nouvelles mesures gouvernementales visant à abaisser les impôts ou à augmenter les dépenses d'infrastructure pourraient dynamiser davantage la croissance, bien que leurs effets puissent ne pas se faire sentir avant 2018.

Le Canada se redresse

Les faibles prix des matières premières ont contribué à la morosité de l'activité économique au Canada en 2015 et au début de 2016. Comme l'indique le graphique 2, les secteurs exposés aux produits de base se sont fortement contractés par rapport au reste de l'économie. Durant les



trois derniers trimestres, la hausse des prix du pétrole et des métaux de base a entraîné un rebond. Au premier trimestre, le PIB réel canadien a progressé de 2,3 % en glissement annuel, dans un contexte où les investissements des entreprises se sont accélérés au moment où les dépenses de consommation et le marché de l'habitation restaient vigoureux.

Les ventes au détail ont augmenté de 7,0 % en glissement annuel en avril. Leur progression a touché toutes les provinces, avec une hausse de 8,3 % en Ontario, 7,1 %

en Colombie-Britannique, 6,8 % au Québec et 6,0 % en Alberta. Cette vigueur s'est appuyée sur des gains d'emploi solides, avec l'ajout de 317 000 emplois durant les douze mois terminés en mai.

La croissance du secteur canadien de l'habitation reste vigoureuse. Durant les trois mois terminés en mai, il s'est construit en moyenne 220 000 maisons par mois en chiffres annualisés, en hausse de 14,0 % par rapport à l'année dernière. En mai, les prix des maisons ont augmenté de 13,9 % en glissement annuel à l'échelle nationale, et de 28,7 % à Toronto.

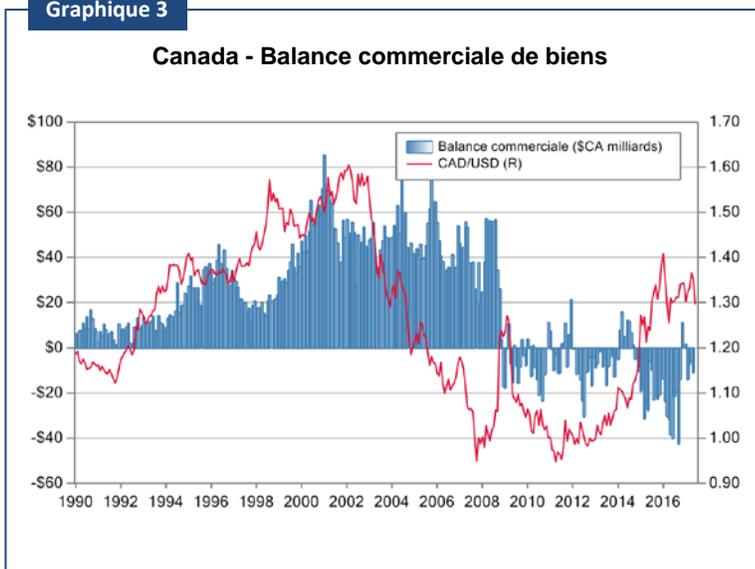
L'accessibilité au logement s'est nettement détériorée au Canada. Le prix moyen des maisons dépasse désormais cinq fois le revenu disponible des ménages. Par comparaison, aux États-Unis, ce prix moyen correspond seulement au triple du revenu disponible des ménages. Tant la Banque du Canada que le FMI se disent préoccupés par le marché canadien de l'habitation, soulignant qu'il rend le système financier du pays vulnérable. En mai, Moody's a abaissé d'un cran la note de crédit des six grandes banques canadiennes, mentionnant que le lourd endettement des consommateurs et la surchauffe du prix des maisons exposaient les prêteurs à de possibles pertes sur prêts.

Puisque nos portefeuilles d'actions détiennent des positions dans quatre des plus grandes banques du Canada, nous avons réexaminé leur exposition au secteur immobilier résidentiel canadien et conclu à la solidité de leur situation financière. Premièrement, les banques canadiennes ont des sources de revenu diversifiées, avec 25 % ou plus de leurs recettes provenant de leurs activités internationales. Deuxièmement, l'obligation, exclusive au Canada, de souscrire une assurance-prêt hypothécaire lorsque la mise de fonds est de 20 % ou moins transfère indirectement une part significative du risque lié au portefeuille de prêts hypothécaires des banques au gouvernement canadien noté AAA. Ceci s'ajoute au niveau élevé de l'avoir foncier net des ménages pour réduire l'exposition des banques aux prêts hypothécaires non assurés à moins de 7 % de leur actif total. Troisièmement, les banques canadiennes financent leurs prêts à même les dépôts des consommateurs, l'une des formes de financement les plus stables. Enfin, le niveau de levier financier des banques est raisonnable à 18 fois les fonds propres. Par contraste, en 2007, tout juste avant la crise financière, ce ratio était de 28 fois pour Lehman Brothers et 33 fois pour Bear Stearns.

La hausse du prix des maisons et le rythme des mises en chantier domiciliaires sont insoutenables au Canada et on s'attend à ce qu'ils ralentissent. Le commerce international prendra vraisemblablement la relève des dépenses de consommation et des investissements résidentiels comme vecteur de la croissance économique. Comme le montre le graphique 3, le

déficit commercial s'est récemment réduit, malgré que l'amélioration soit surtout imputable à la hausse des prix de l'énergie.

Graphique 3



Nous nous attendons à ce que trois tendances cycliques favorisent les échanges commerciaux du pays. Premièrement, le dollar canadien reste sous-évalué de 12 % par rapport au dollar US (sur la base de notre modèle de parité du pouvoir d'achat), facteur positif pour la compétitivité des exportations. Deuxièmement, l'accélération de la croissance aux États-Unis et dans le reste du monde fera grimper la demande pour

les produits canadiens. Enfin, à moyen terme, le pays profitera sans doute des efforts menés par le gouvernement pour renforcer l'intégration commerciale avec bon nombre de ses partenaires.

Nous prévoyons que le PIB réel canadien croîtra de 2,0 % en 2017.

L'Europe s'achemine vers une croissance synchronisée

La croissance prend encore de l'élan en Europe. Au premier trimestre, le PIB réel de la zone euro était en hausse de 1,9 % en glissement annuel, mené par l'Espagne (+3,0 %), le Portugal (+2,8 %) et les Pays-Bas (+2,5 %). La croissance a été de 1,7 % en Allemagne, de 1,2 % en Italie et de 1,1 % en France.

La progression notable de l'emploi renforce la confiance et fait monter les dépenses de consommation. Le taux de chômage de la zone euro s'établissait à 9,3 % en mai, contre 11,1 % deux ans auparavant, se rapprochant des niveaux enregistrés entre 2004 et 2006. La demande automobile refoulée des ménages a porté les ventes de véhicules à un chiffre annualisé de 11,2 millions en mai, par rapport au creux de 8 millions atteint en 2013.

La hausse du revenu disponible et la reprise soutenue du crédit aux ménages devraient étayer les dépenses de consommation. Nous nous attendons à une progression de 1,5 % à 2,0 % du PIB réel de la zone euro en 2017.

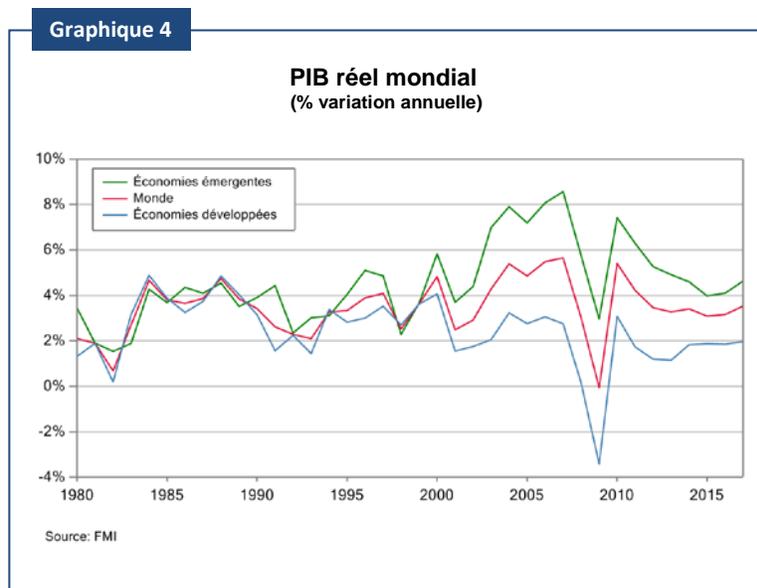
Au Royaume-Uni, le Brexit continuera de peser sur l'économie, d'autant plus que l'élection récente d'un gouvernement minoritaire risque de compliquer les négociations avec l'Union européenne. Le PIB réel du Royaume-Uni devrait croître de 2,0 % en 2017.

La relance chinoise a des retombées positives

Des mesures vigoureuses de stimulation budgétaire et monétaire ont permis à l'économie chinoise de se remettre de sa faiblesse de 2015-2016. Au premier trimestre, le PIB réel affichait une croissance de 6,9 % année sur année ; le ratio du déficit au PIB s'est situé à 3,8 % en 2016 et le crédit s'est accru de 12,9 % en glissement annuel en mai. De fait, depuis douze mois, la création de crédit a atteint 2 800 milliards de dollars, soit l'équivalent du PIB du Royaume-Uni.

Cette relance chinoise s'est répercutée sur l'ensemble des pays en développement. Le redressement de la consommation et la hausse des prix des produits de base ont fait bondir les importations chinoises, qui ont augmenté de 15,3 % en glissement annuel pour les trois mois se terminant en mai. La progression a touché les produits importés d'Afrique (+52,0 %), d'Amérique latine (+28,9 %) et d'Asie du Sud-Est (+20,2 %). Les importations en provenance du Brésil et de la Russie ont augmenté de 40,3 % et 24,2 % respectivement, contribuant à stimuler la production dans ces deux pays à la croissance atone. L'indice manufacturier des directeurs d'achats (PMI) des marchés émergents est passé en territoire expansionniste, atteignant 50,5 en mai contre 49,6 durant la même période l'an dernier.

L'augmentation des dépenses de consommation en Chine continuera de soutenir les économies émergentes pendant de nombreuses années. On s'attend à ce que la croissance de cette partie du monde s'accélère à 4,5 % en 2017, contre 4,1 % en 2016.



Vu l'accélération de l'activité économique dans les pays développés et en développement, le FMI s'attend à ce que la progression du PIB réel mondial passe de 3,1 % en 2016 à 3,5 % en 2017 (graphique 4).

Les valorisations incitent à la prudence et à une sélection d'actions judicieuse

Les indices boursiers mondiaux ont enregistré des rendements globaux positifs au premier semestre de l'année (en \$ CA), reflétant le contexte macroéconomique favorable. La hausse a été de 5,7 % pour le S&P 500, 0,7 % pour le S&P TSX, 12,1 % pour le DAX, 6,4 % pour le FTSE-100, 6,1 % pour le Nikkei et 14,6 % pour l'indice MSCI Marchés émergents.

Les cours boursiers franchissant de nouveaux sommets, les valorisations ont atteint l'extrémité supérieure de leur fourchette de juste valeur. Fin juin, le S&P 500 se négociait à 18,7 fois les bénéfices estimatifs de 2017 et 16,7 fois ceux de 2018. Toutefois, en excluant les titres technologiques particulièrement chers des « FANG » (Facebook, Amazon, Netflix et Google), la valorisation du marché américain atteint 16,9 fois les bénéfices estimatifs de 2017. Les valorisations sont plus raisonnables ailleurs dans le monde, à 16,8 fois au Canada, 17,5 fois au Japon et 16,1 fois en Europe.

Ces valorisations nous obligent à porter une attention particulière aux risques susceptibles de nuire aux marchés financiers. Les risques géopolitiques subsistent, mais la hausse des bénéfices, la modicité des taux d'intérêt, la discrétion de l'inflation et l'absence d'excès financiers significatifs créent un environnement propice à la montée des cours boursiers. Ceux-ci pourraient marquer une pause après leur envolée récente, mais le marché haussier des actions mondiales reste largement intact.

Notre portefeuille d'actions présente une valorisation raisonnable à 13,2 fois les bénéfices estimatifs de 2017 et il est investi dans un ensemble diversifié de sociétés et de secteurs offrant un potentiel de hausse intéressant. Notre participation aux marchés émergents, qui représente autour de 12 % de nos placements en actions, nous fait profiter de la croissance plus élevée attendue dans ces pays et de leurs valorisations plus attrayantes. Nos titres des marchés émergents se négocient à 9,7 fois les bénéfices estimatifs de 2017 et offrent collectivement un taux de dividende de 3,3 %.

Les faibles taux obligataires contrastent avec la croissance de l'économie

Ces dernières années, les banques centrales se sont généralement montrées réticentes à augmenter les taux, probablement parce qu'elles doutaient de la viabilité de la croissance économique et que l'inflation demeurerait décevante. Le rebond de la croissance mondiale a toutefois récemment amené les décideurs des banques centrales à modifier leur discours.

La Réserve fédérale américaine a déjà amorcé le resserrement de sa politique monétaire et devrait commencer cette année à dégonfler son bilan qui atteint 4 500 milliards de dollars. Elle a relevé les taux de 0,25 % en juin, troisième hausse en six mois, et les augmentera vraisemblablement une fois de plus avant la fin de l'année. En Europe, la BCE a fait allusion à un ralentissement de ses achats d'obligations et certains membres clés de la Banque d'Angleterre

ont commencé à parler de monter les taux d'intérêt. Pendant ce temps, dans un contexte de prix immobiliers robustes et de très bonnes données économiques, il est surprenant que la Banque du Canada se soit contentée de seulement faire allusion à de futures hausses de taux.

Alors que les décideurs des banques centrales signalent clairement que l'ère de grande souplesse monétaire tire à sa fin, les taux des obligations à plus longues échéances demeurent près des niveaux de la fin-décembre. Le taux de l'obligation du Trésor américain à 10 ans a clôturé le deuxième trimestre à 2,3 %, une baisse par rapport au 2,4 % d'il y a six mois. Au Canada, le taux de l'obligation fédérale à 10 ans est passé de 1,7 % à 1,8 % durant la même période.

Les taux actuels contrastent de plus en plus avec l'orientation de l'économie. L'accélération de la croissance et la hausse de l'inflation finiront, à terme, par faire monter les taux obligataires. Dans l'intervalle, nous continuons de croire que les obligations à long terme présentent un rapport risque-rendement défavorable et qu'il vaut mieux les éviter. Le différentiel de taux entre une obligation fédérale à 5 ans et à 30 ans n'est que de 0,75 % et représente l'écart le plus faible depuis 2008. Les instruments à long terme étant très sensibles aux variations des taux d'intérêt, il suffirait d'une hausse de 0,05 % des taux obligataires pour annuler le surcroît de rendement offert par l'obligation à plus long terme. À mesure que les taux d'intérêt augmentent davantage, la perte subie devient rapidement importante. Par exemple, si les taux d'intérêt montent de 0,5 %, le prix d'une obligation à 30 ans chutera de 10 % tandis que l'obligation à 5 ans ne baissera que de 2 %.

Dans ce contexte, notre objectif principal est de préserver le capital. Nous évitons complètement les obligations échéant à plus de 10 ans et nous nous exposons très peu aux obligations de sociétés. Nous préférons investir dans les actions, qui présentent un rapport risque-rendement beaucoup plus favorable. Cette décision de répartition de l'actif a porté fruit depuis que nous l'avons mise en œuvre il y a sept ans. En continuant de mettre l'accent sur la maximisation du rendement d'ensemble de nos portefeuilles, nous sommes convaincus que cette stratégie maintiendra ses bons résultats.

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