

# Letko, Brosseau & Associés Inc.

---

## Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

Mars 2015

### Sommaire

- Somme toute, l'économie mondiale repose sur une assise beaucoup plus solide et nous ne voyons présentement aucun d'obstacle susceptible de freiner son expansion avant plusieurs années. Ce contexte combiné à la saine croissance des bénéfices des entreprises et à la modicité des taux d'intérêt devrait continuer de favoriser les marchés boursiers.
- À 17,5 fois les bénéfices prévus de 2015, les actions américaines se négocient à des niveaux nettement supérieurs à la fourchette de 9 à 12 fois observés durant les premières années de la reprise économique. Les cours actuels ne sont pas excessifs, mais le marché américain pourrait être plus vulnérable aux imprévus.
- Notre scénario de base prévoit une progression des bénéfices des sociétés correspondant à la croissance économique, ce qui suggère des rendements plus modestes, de l'ordre de 5 %, durant les prochaines années. À court terme, les profits des entreprises pourraient subir la pression d'un dollar robuste et du faible prix du pétrole.
- Ailleurs dans le monde, les efforts de stimulation du crédit de la Banque centrale européenne et une modération des conflits en Ukraine sont les principaux facteurs derrière l'amélioration des perspectives en Europe. Dans les économies émergentes, les vecteurs de croissance fondamentaux demeurent solides. Ces régions constituent un énorme marché de besoins non comblés et représentent une opportunité économique substantielle.
- Le calendrier des augmentations de taux par la Réserve fédérale demeure incertain et il est probable que les premières hausses de la banque centrale soient modestes. Cependant, les fondamentaux sous-jacents de l'économie suggèrent des taux plus élevés.
- Les obligations demeurent un placement inintéressant, tant sur une base absolue ou relative. À court terme, leur rendement potentiel est minime, voire possiblement négatif. L'exposition aux titres à revenu fixe à long terme devrait être évitée.
- Notre décision de favoriser les actions par rapport à l'encaisse et les obligations devrait demeurer la meilleure stratégie.

## Amélioration de la croissance en vue aux États-Unis

Aux États-Unis, les indicateurs de l'activité économique continuent de pointer vers une amélioration des conditions sous-jacentes. Les principaux sous-indices du sondage ISM manufacturier, qui anticipent les tendances des nouvelles commandes, des livraisons des fournisseurs et des carnets de commandes, sont à des niveaux correspondant à une expansion de l'économie. L'emploi est en plein essor; il s'est créé en moyenne 261 000 nouveaux emplois par mois durant le semestre terminé en mars. Le revenu disponible est en hausse de 4,3 % sur un an et les ménages américains ont vu leur pouvoir d'achat augmenter du fait d'une baisse de 50 % des coûts du carburant.

La reprise du marché de l'habitation n'est pas terminée puisque la demande de logements devrait être stimulée par un taux plus élevé de formation des ménages. On s'attend aussi à ce que les dépenses d'investissement des entreprises contribuent à l'activité économique. Malgré le ralentissement des investissements liés au pétrole et au gaz, les dépenses des entreprises dans la technologie, la R-D et les usines resteront solides, étayées par la vigueur des bilans et des bénéfices et par un crédit bon marché.

Notre scénario de base prévoit une croissance de 3,0 % du PIB réel américain en 2015, contre 2,4 % en 2014. Cette amélioration s'appuiera sur une accélération de la progression du revenu personnel et des dépenses de consommation, sur les avantages de la baisse des prix pétroliers et sur un renforcement de la construction résidentielle et des investissements des entreprises. L'ascension du dollar US pourrait légèrement freiner cet élan. Si elle dure, cette appréciation substantielle de la monnaie vis-à-vis de celles des principaux partenaires commerciaux des États-Unis pourrait nuire aux exportations et aux bénéfices des entreprises du pays.

## Modération de la trajectoire de croissance du Canada

Récemment, l'économie canadienne a été ballottée par des tendances qui se font contrepoids. Le regain d'activité aux États-Unis et la baisse du dollar canadien devraient renforcer les perspectives de croissance à moyen terme. Les trois quarts des exportations du pays sont destinées au marché américain et les deux tiers d'entre elles ne sont pas liées à l'énergie et touchent une vaste gamme de secteurs, de l'automobile à la machinerie industrielle. L'Ontario profite beaucoup de cette situation, avec

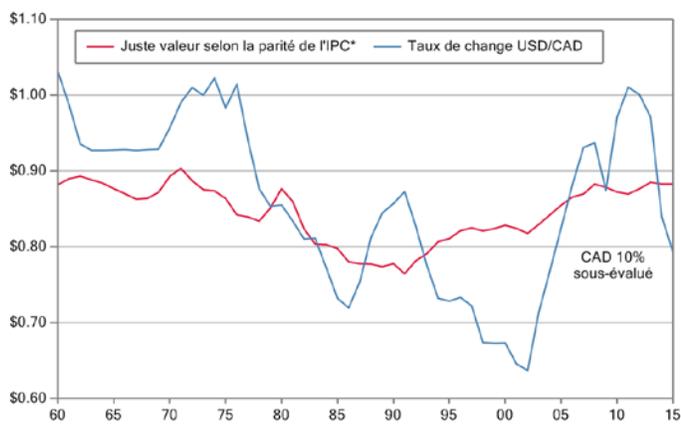
la création de 39 000 emplois durant les 12 mois terminés en février et une croissance annualisée du PIB réel de 2,5 % au troisième trimestre. Par contre, à court terme, la modicité des prix pétroliers nuira vraisemblablement à la balance commerciale canadienne et aux dépenses d'investissement liées à l'énergie.

La baisse du prix du pétrole aura évidemment un effet négatif sur l'activité en Alberta et sur la balance commerciale du Canada, ce qui a contribué à la faiblesse du huard. Le taux de change a chuté de 0,92 \$ à 0,79 \$ depuis la fin de juillet 2014. En parité de pouvoir d'achat, nous estimons que la monnaie est sous-évaluée de 10 % par rapport au dollar US (graphique 1).

Le huard a aussi été plombé par la décision de la

Graphique 1

### \$ US / \$ CA par rapport à la juste valeur



\* Taux de change auquel les prix à la consommation sont équivalents aux États-Unis et Canada

Banque du Canada de faire passer le taux à un jour de 1 % à 0,75 % en janvier, malgré une inflation (hors aliments et pétrole) à 2,1 %. La Banque a justifié cette baisse par le décalage entre l'effet négatif rapide de la chute du prix du pétrole sur l'économie et l'effet positif plus lent du repli du dollar sur les exportations.

Notre scénario de base prévoit une croissance économique de l'ordre de 1,5 % à 2,0 % au Canada en 2015. À moyen terme, l'économie devra affronter les problèmes structurels causés par le surendettement des consommateurs et la surévaluation du marché de l'habitation. Alors que les consommateurs adopteront un rythme de dépenses plus réaliste, la trajectoire de croissance du Canada devrait tout de même rester modérément positive.

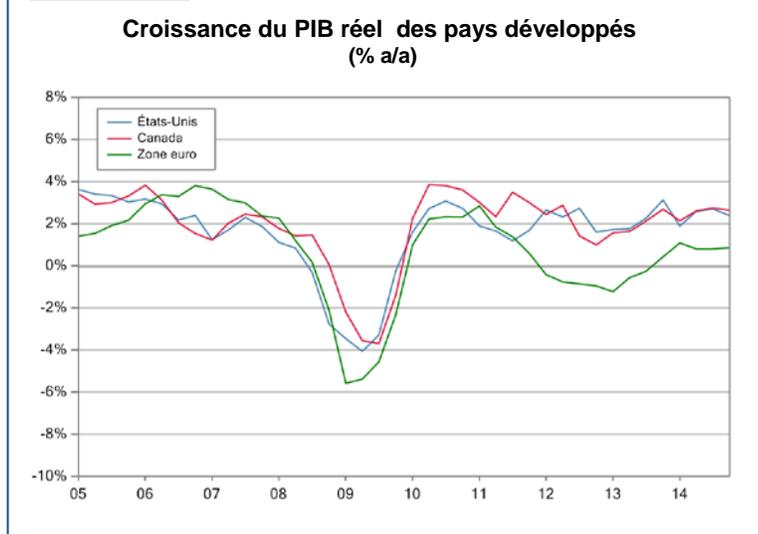
## Amélioration modeste en Europe

Le PIB réel de la zone euro a augmenté de 0,9 % en 2014, après deux années de contraction (graphique 2). Au quatrième trimestre, la croissance du PIB réel sur un an était de 2,0 % en Espagne, 1,3 % en Grèce, 1,5 % en Allemagne, 1,0 % aux Pays-Bas et 0,2 % en France, tandis qu'elle restait négative en Finlande (-0,2 %) et en Italie (-0,5 %).

Depuis 2010, une croissance inégale s'est accompagnée d'une série d'événements qui ont fait douter de la stabilité de l'union monétaire de la zone euro. Cependant, tout au long de cette période de turbulences, des réformes structurelles ont été mises en œuvre, notamment en Espagne, au Portugal et dernièrement en Italie pour rendre le marché du travail plus flexible. Dans l'ensemble, les banques européennes sont beaucoup mieux capitalisées qu'avant et les prêts interbancaires ont repris. L'emploi a amorcé une remontée, avec la création de 700 000 emplois dans la zone euro depuis six mois. Compte tenu de ces évolutions positives, auxquelles s'ajoutent la baisse du prix du pétrole et celle de l'euro, la Banque centrale européenne a relevé sa prévision de croissance réelle de 1,0 % à 1,5 % pour 2015.

Cependant, deux bémols subsistent. Premièrement, les tensions en Ukraine plombent encore la confiance. L'indice IFO du climat des affaires allemand, qui évalue l'attitude des entrepreneurs à l'égard de la conjoncture commerciale, reste en deçà de son niveau d'avant le début du conflit, malgré quelques signes d'amélioration. Deuxièmement, les prêts au secteur non financier continuent de se contracter. La poursuite de l'expansion économique exige que la BCE réussisse à restaurer les flux de crédit. À cette fin, la banque centrale a lancé en mars un programme d'achat d'obligations publiques et privées européennes de 60 milliards d'euros par mois. Ce programme devrait durer au moins jusqu'en septembre 2016, se traduisant par une expansion du bilan de la banque de l'ordre de 1 100 milliards d'euros.

Graphique 2



On ne sait pas encore si ce surcroît de liquidité stimulera la création de crédit et aura des retombées sur l'économie réelle. Cependant, il a déjà commencé à profiter aux actifs financiers, comme l'atteste la vigueur récente des actions et des obligations en euros. Par exemple, le DAX a gagné 40 % depuis

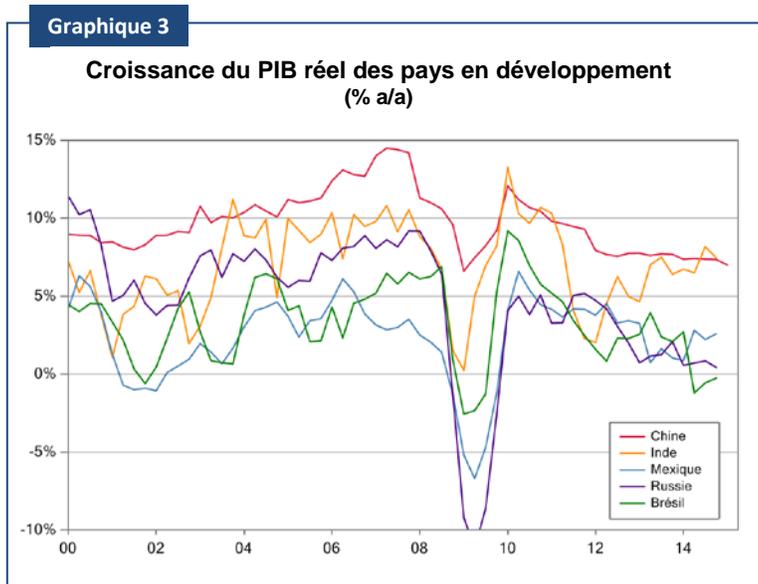
octobre et les taux de rendement obligataires sont devenus négatifs dans différents pays et échéances en Europe.

Nous prévoyons que l'économie réelle de la zone euro croîtra de 1,0 % ou plus, la stimulation monétaire et la baisse marquée de l'euro pouvant entraîner de meilleurs résultats que le scénario de base.

### Possibilités de placement à long terme toujours intéressantes dans les marchés émergents

Dans les économies en développement, l'activité varie beaucoup selon les pays (graphique 3). En 2014, l'Inde et la Chine ont connu une expansion réelle de 7,4 %, mais ce chiffre témoignait d'une accélération dans le premier cas et d'un ralentissement dans le second. Au Brésil, pays aux prises avec une inflation en hausse et des problèmes budgétaires, la croissance n'a été que de 0,2 %, contre 2,7 % en 2013. La Russie a souffert des sanctions internationales liées au conflit en Ukraine et sa production réelle n'a augmenté que de 0,6 % l'an dernier. Au contraire, les pays du Sud-Est asiatique ont enregistré une croissance solide de 5 % ou plus.

Bien que le rythme de progression diffère selon les pays et les secteurs, la région offre un potentiel de croissance substantiel. L'amélioration du niveau de vie d'une population en forte expansion et la nécessité d'importants investissements dans les infrastructures constituent des facteurs structurels qui soutiendront la croissance à long terme.



En Inde, le gouvernement a récemment déposé son budget qui vise à augmenter les dépenses en infrastructures et à abaisser progressivement le taux d'imposition des sociétés. Le pays croîtra en comblant ses immenses besoins d'infrastructures. De plus, puisque les taux d'urbanisation et de participation des femmes au marché du travail n'atteignent que 32 % et 27 % respectivement, leur augmentation stimulera la création d'emplois.

En Chine, les autorités monétaires ont abaissé les taux d'intérêt pour stimuler la demande intérieure dans un contexte de faible inflation, d'importantes capacités inutilisées et de morosité du marché de l'habitation. Malgré cet

ajustement cyclique, les tendances fondamentales restent vigoureuses. On estime que 10 millions de ruraux s'urbanisent chaque année.

Au Brésil, le gouvernement a comprimé ses dépenses et augmenté les impôts pour contrôler son déficit budgétaire et la banque centrale a relevé les taux pour s'attaquer à l'inflation. Une fois achevé cet ajustement cyclique difficile mais nécessaire, le décor sera planté pour une reprise des dépenses d'investissement.

Tout comme en Inde, le gouvernement indonésien a profité de la baisse des prix de l'énergie pour couper les coûteuses subventions aux combustibles. Il a ainsi dégagé des fonds publics qui seront investis dans les ports, les centrales électriques et les routes pour renforcer la compétitivité du pays.

La géopolitique brouille le paysage économique en Russie. Cette année, on s'attend à une récession, qui pourrait perdurer jusque tard en 2016 alors que l'impact des sanctions internationales et de la dévaluation monétaire se fera pleinement sentir. Fin 2014, la banque centrale russe a fortement relevé les taux d'intérêt pour stabiliser l'inflation et le rouble; par la suite, elle a allégé sa politique monétaire pour apporter de la liquidité aux banques et aux sociétés nationales.

Dans l'ensemble, le FMI prévoit que la croissance des marchés émergents restera généralement stable à 4,3 % en 2015 et augmentera à 4,7 % en 2016.

## Le point sur le pétrole

Nous avons abordé en détail la dynamique sous-tendant la forte baisse du prix du pétrole dans le numéro de décembre 2014 de Perspectives sur l'économie et les marchés financiers. Une forte augmentation de la production américaine a fait croître l'offre de pétrole au moment où la demande mondiale faiblissait quelque peu. Ce déséquilibre entre l'offre et la demande se corrigera progressivement, bien qu'on ne puisse prédire exactement à quel moment.

À l'échelle mondiale, la production et la demande de pétrole atteignent le niveau record de 94,6 millions de barils par jour. Les compressions de dépenses annoncées par les sociétés énergétiques américaines indiquent que l'investissement total diminuera d'environ 45 % au cours de la prochaine année. La production pétrolière américaine devrait être stable en 2015, mais les réductions de dépenses en capital devraient se traduire par une plus faible production en 2016. Dans l'intervalle, les données les plus récentes font état d'une remontée de la demande mondiale. Aux États-Unis, la consommation de combustibles et de distillats a augmenté de 4 % durant les 3 premiers mois de 2015 comparativement à la même période l'année dernière. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) s'attend à ce qu'une plus forte consommation de pétrole dans les pays émergents fasse passer la croissance de la demande mondiale de 0,7 million de barils par jour en 2014 à 1 million de barils par jour en 2015.

Les prix pétroliers restent bas, mais il est peu probable que cette situation persiste à moyen terme. Le rééquilibrage de l'offre et de la demande s'opère lentement.

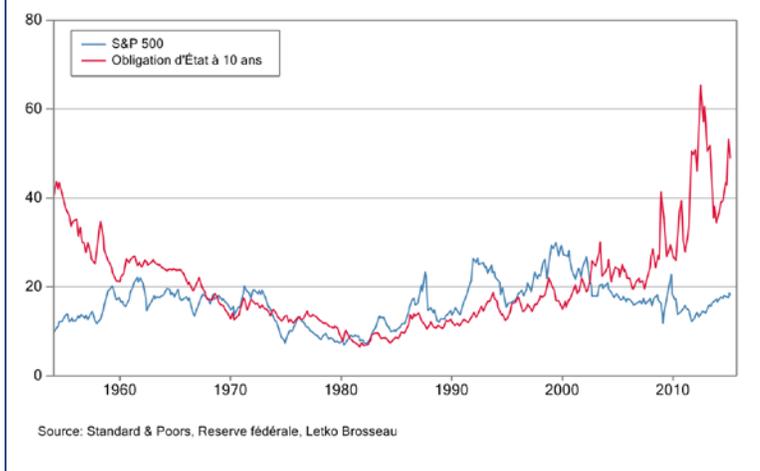
## Importance croissante d'une sélection judicieuse des titres

Depuis le début de l'année, les cours boursiers ont monté, mais ont fortement divergé selon les marchés. L'indice MSCI Monde affiche un rendement global de 11,9 % et les indices européens et japonais ont surclassé le reste du monde (en dollars canadiens) : S&P 500 +10,2 %, S&P TSX +2,6 %, DAX +17,7 %, CAC-40 +14,2 %, FTSE-100 +8,5 %, Nikkei +20,4 % et MSCI Marchés émergents +11,6 %.

Au premier stade de la reprise qui a suivi la crise financière de 2008, les bénéfices des sociétés américaines ont beaucoup augmenté et les multiples cours-bénéfice ont connu une expansion. Les bénéfices intérieurs des sociétés américaines ont monté de 93 % entre 2008 et 2014 et le ratio cours-bénéfice du S&P 500 est passé de 12 fois à 18,5 fois les bénéfices des 12 derniers mois. Aux niveaux actuels, le ratio C/B du S&P 500 s'approche de l'extrémité supérieure d'une échelle de valorisation raisonnable. Certains secteurs, comme les biotechnologies et les petites capitalisations, se négocient à des ratios C/B plus onéreux de 20 fois les bénéfices ou plus. Cependant, en équivalent C/B, les obligations se transigent à des niveaux extrêmes, soit plus de 50 fois le taux de rendement courant et sans aucun potentiel de croissance du revenu (graphique 4).

Graphique 4

Ratios cours-bénéfice



Nous passons maintenant au stade suivant, caractérisé par une progression des bénéfices correspondant à la croissance du PIB. Nous nous attendons donc à ce que les bénéfices montent d'environ 5 % à 7 %. D'autre part, les taux de rendement des obligations à 10 ans devraient augmenter à 3,5 %-4 % au cours des cinq prochaines années. Les gains boursiers devraient équivaloir à la croissance des bénéfices tout en demeurant bien supérieurs aux rendements du marché obligataire. Cependant, les valorisations boursières pourraient être plus vulnérables aux imprévus.

Parmi les risques à l'horizon, nous notons qu'une hausse des salaires pourrait attiser les pressions sur les coûts. Le marché du travail donne des

signes timides de resserrement et l'inflation des salaires s'accélère. Aux États-Unis, les salaires sont en hausse de 2,1 % sur un an et le taux de chômage a baissé à 5,5 %, contre 10 % au plus fort de la récession. D'après le Bureau des statistiques du travail, le nombre de personnes indiquant avoir quitté leur emploi pour une carrière plus intéressante est au plus haut en 7 ans et les grèves sont en augmentation. Le salaire minimum a été relevé dans 20 États américains et plusieurs sociétés ont commencé à hausser le salaire de base de leurs employés. Wal-Mart a annoncé une majoration de 24 % pour ses employés travaillant à salaire minimum et T.J. Maxx, Starbucks, McDonald's et Marshalls ont aussi annoncé des augmentations salariales.

Nous ne prévoyons pas l'imminence d'une forte accentuation des pressions sur les coûts ou d'une compression des marges bénéficiaires, mais il faut soigneusement éviter les placements dont les valorisations sont tendues. Les rendements dépendront d'une bonne évaluation fondamentale de la valeur intrinsèque des sociétés et de décisions d'achat et de vente disciplinées fondées sur les cours. Dans cette perspective, nous continuons de trouver des titres alliant une valorisation attrayante et une croissance robuste des bénéfices. Par exemple, les banques et les sociétés d'assurance mondiales se négocient à escompte par rapport à leur valeur comptable et ce secteur ne s'est pas encore entièrement relevé de la crise financière. Il y a aussi des occasions à saisir dans les secteurs où les cours ont beaucoup chuté récemment. Dans l'énergie, les actions sont très basses alors que les perspectives à long terme de l'industrie pétrolière demeurent favorables. Du côté des mines, les prix de certains métaux de base clés approchent du coût marginal de production, niveau habituellement associé à un plancher.

Par ailleurs, les valorisations boursières sont plus raisonnables dans d'autres parties du monde. Dans la zone euro, les bénéfices du secteur non financier ont augmenté de 6,5 % en chiffres annualisés au troisième trimestre et devraient encore monter. L'indice Bloomberg Euro 500, le DAX allemand, le CAC-40 français et l'IBEX espagnol se négocient respectivement à 16,8, 15,4, 16,6 et 16,7 fois les bénéfices prévus. Globalement, la transformation des économies émergentes ne fait que commencer. Malgré des perspectives de croissance élevées à long terme, les actions des marchés émergents se négocient à escompte par rapport à celles des marchés développés.

Dans l'ensemble, nos portefeuilles d'actions mondiales restent caractérisés par une large diversification géographique et sectorielle et les titres qu'ils détiennent se négocient au cours très raisonnable de 14 fois les bénéfices de 2015.

## Éviter les obligations à long terme

En janvier, le taux de rendement de l'obligation du gouvernement du Canada à 30 ans est tombé à 1,85 %, le plus bas niveau enregistré depuis la Confédération. Pour prêter à un tel taux, il faut croire que l'économie canadienne va stagner ou que l'inflation sera de 0 % (ou moins) durant les trois prochaines décennies, scénarios que nous jugeons extrêmement peu probables.

La chute récente des taux semble attribuable aux afflux de capitaux étrangers et aux craintes de déflation. Dans un contexte déflationniste, la baisse globale des prix fait augmenter le pouvoir d'achat de l'argent investi dans des titres à revenu fixe. Or, il est extrêmement rare que les prix reculent à l'échelle d'une économie. Depuis cent ans, ni le Canada ni les États-Unis n'ont connu de périodes prolongées de diminution des prix, malgré deux guerres mondiales, la crise des années 1930, la crise financière de 2008-2009 et de nombreuses contractions économiques.

Habituellement, l'inflation est faible au sortir des récessions. Aux États-Unis, elle s'est située en moyenne à 1,6 % entre 2009 et 2014, et la chute récente des prix de l'énergie l'a comprimée à -0,1 % en février. Depuis 2008, peu de pressions se sont exercées sur les prix vu la torpeur de la production et de l'emploi dans les économies développées. Le crédit restait limité puisque les banques mondiales devaient mobiliser des capitaux et redresser leur bilan. Cependant, désormais, les déséquilibres structurels mondiaux ont été largement résorbés et la croissance du crédit est positive, sauf peut-être dans les pays européens périphériques.

De fait, l'inflation commence à poindre dans de nombreux secteurs de l'économie. Par exemple, aux États-Unis, les prix des aliments et du logement étaient en hausse de 2,8 % et 2,7 % respectivement sur un an en février. Or, ces postes représentent 40 % des dépenses d'un ménage américain moyen. De plus, tel qu'indiqué ci-dessus, les salaires augmentent et le marché du travail se resserre.

Le marché obligataire pourrait réagir de façon négative à l'atténuation des craintes de déflation et à la normalisation du taux directeur de la Réserve fédérale. Les stratégies visant à doper les rendements en allongeant la durée ou en assumant un risque de crédit n'offrent pas un potentiel de rendement suffisant. Elles ne compensent pas les risques de hausse des taux d'intérêt ou de faillite des entreprises. Actuellement, les sociétés profitent des taux d'emprunt modestes pour émettre des titres de créance dont elles investissent le produit pour renforcer leurs ventes et leurs bénéfices futurs. La participation au potentiel de croissance des entreprises prospères au moyen de placements en actions rapportera davantage que les faibles taux des obligations de sociétés. Le risque de faillite est le même, mais le potentiel de rendement est nettement plus élevé.

Notre stratégie consistant à privilégier les actions par rapport aux titres à revenu fixe et aux liquidités a été fructueuse. Depuis juillet 2012, dernier moment où les taux obligataires ont touché des niveaux proches de ceux d'aujourd'hui, les obligations à long terme ont dégagé un rendement cumulé de 12,9 % aux États-Unis et 14,7 % au Canada. Durant la même période, les actions américaines ont rapporté 59 % (94 % en dollars canadiens) et les actions canadiennes ont dégagé un rendement de 37 %. À notre avis, cette stratégie restera rentable à moyen terme.

---

*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](http://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.*