



Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

À propos de LBA

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.

Contactez-nous

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

145 King Street West
Bureau 2101
Toronto, Ontario M5H 1J8
Tel: 647-426-1987
800-307-8557

Recherche

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

Sommaire

- La crainte d'une récession mondiale provoquée par la Chine a déstabilisé les marchés en début d'année, mais selon nos projections, elle a fort peu de chances de se matérialiser.
- L'économie mondiale devrait croître au rythme modéré de 3 % à 3,5 %, soutenue par la modicité des taux d'intérêt, de l'inflation et des prix de l'énergie.
- Aux États-Unis, la consommation, soutenue par la progression de l'emploi et des salaires, ainsi que la reprise dans l'habitation et les investissements hors énergie continuent de tirer la croissance.
- L'économie canadienne profite peu à peu de la baisse du huard. Malgré la faiblesse persistante du secteur de l'énergie, la croissance se maintient à un rythme modeste.
- En Europe, les mesures vigoureuses de la BCE devraient donner de l'allant à la reprise.
- De grands pays émergents comme le Brésil et la Russie affrontent une conjoncture intérieure difficile, situation qui ne devrait toutefois pas trop nuire à l'économie mondiale.
- En Chine, une transformation structurelle de l'économie ralentit la croissance à court terme. Les mesures gouvernementales visant à corriger les déséquilibres internes jettent les bases d'une croissance économique plus solide dans les années à venir.
- À moyen terme, nous nous attendons toujours à des rendements boursiers de l'ordre de 7 % à 8 %, soutenus par une hausse des bénéfices correspondant à la croissance économique nominale.
- Les obligations restent peu attrayantes, avec des taux inférieurs à l'inflation et un piètre rapport risque-rendement à long terme.



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.

La croissance est appelée à se maintenir aux États-Unis

La compression des investissements des entreprises du secteur de l'énergie, la force du dollar et la hausse du taux d'épargne des ménages ont nui à la croissance américaine en 2015. Malgré ces obstacles, le PIB réel a progressé de 2,4 % sur un an, comme nous l'avions prévu. La consommation, l'habitation et les investissements hors énergie continueront de soutenir la croissance. L'impact négatif de la vigueur du billet vert et de l'atonie du secteur de l'énergie se fera encore sentir en 2016, mais s'estompera par la suite.

En 2015, l'amélioration du marché de l'emploi et la solidité du bilan des ménages ont dopé les dépenses de consommation, qui continuent de tirer la croissance américaine d'après des indicateurs récents. Il s'est créé en moyenne 209 000 emplois par mois au premier trimestre et le salaire horaire était en hausse de 2,3 % sur un an en mars. Le revenu disponible progresse au taux annuel de 3,7 %, entraînant une augmentation similaire de la consommation. Avec un taux d'épargne de 5,4 %, les ménages pourraient encore consommer davantage s'ils le désirent. Par exemple, du côté de l'automobile, la demande refoulée persiste et la proportion du revenu disponible des ménages consacrée aux voitures est aussi basse que dans les années 1940. L'âge moyen du parc automobile a grimpé à 11,5 ans, contre 9,6 ans en 2001, malgré un rebond des ventes d'automobiles à 17,3 millions d'unités en 2015. Si cet âge moyen baisse de moins d'un an à 10,8 ans, les ventes annuelles pourraient grimper de 18 à 22 millions d'unités pendant plusieurs années.

La demande refoulée existe aussi dans le secteur de l'habitation. Le rythme de formation des ménages, limité durant la période qui a suivi la crise financière, a augmenté à 1,2 millions par année en 2014 et en 2015. Sur ces deux ans, il s'est construit 1,0 million de nouveaux logements chaque année et la différence a été comblée par le stock de logements existants. En conséquence, les prix des maisons et les loyers ont monté de 5,7 % et 4,6 % respectivement en 2015.

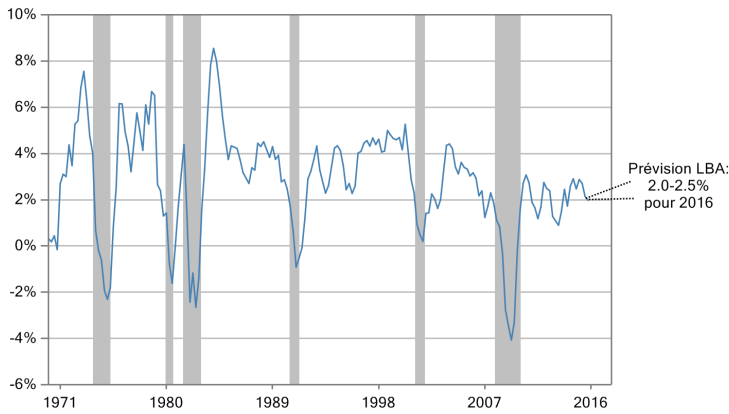
Nous estimons que pour tenir compte du rythme à long terme de formation de ménages, le nombre de nouveaux logements construits doit se situer entre 1,3 et 1,5 million d'unités par année. En février, les mises en chantier atteignaient le niveau annualisé de 1,2 million, laissant présager une pression haussière persistante sur les prix et les loyers, qui rendra la construction résidentielle plus rentable et devrait donc l'encourager.

Hors énergie, les investissements des entreprises demeurent le troisième moteur de la croissance, en hausse de 6,6 % en 2015. Les bénéfices des entreprises (hors énergie), vecteur clé de tels investissements, ont grimpé de 7,6 % sur un an au T4. De nouveaux investissements s'imposent dans des secteurs qui opèrent presque à pleine capacité, comme celui de l'équipement électrique et des appareils ménagers (capacité utilisée à 90 %), qui inclut les luminaires, les moteurs électriques, les génératrices et les batteries.

En 2016, les faibles prix du pétrole feront de nouveau reculer les investissements pétroliers et gaziers, avec un impact économique qui devrait toutefois s'estomper. On estime que les investissements dans l'énergie seront entre 50 et 75 milliards de dollars cette année, contre 175 milliards à leur sommet en 2014, et ne compteront que pour 3 % du total des dépenses en immobilisations.

Graphique 1

**Croissance du PIB réel des États-Unis
(variation annuelle, %)**



L'an dernier, c'est la vigueur du dollar US qui a le plus freiné l'économie américaine, retranchant 0,5 % à la progression du PIB réel. Elle a rendu les importations meilleur marché et les exportations moins concurrentielles, creusant le déficit de la balance commerciale à 540 milliards de dollars au T4. Bien que le dollar ait récemment retraité de ses sommets par rapport à un panier de devises des partenaires commerciaux des États-Unis, il demeure supérieur de 19 % à son niveau du T1 2014. Nous nous attendons à ce que l'impact négatif de la monnaie sur les échanges internationaux et les bénéfices outre-mer des sociétés américaines

atteigne son paroxysme en 2016, pour diminuer graduellement les années suivantes.

Notre scénario de base prévoit une croissance du PIB réel des États-Unis de l'ordre de 2,0 % à 2,5 % en 2016 (graphique 1).

L'économie canadienne s'adapte à la baisse des prix du pétrole et du huard

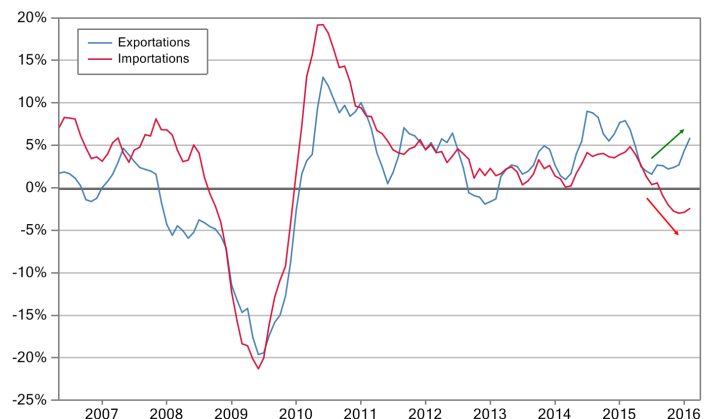
Après avoir résisté à l'impact de la chute des prix du pétrole en 2014, l'économie canadienne a vu sa croissance réelle reculer à 1,2 % en 2015, contre 2,5 % en 2014. Les dépenses en immobilisations du secteur des ressources ont baissé de 16 milliards de dollars (19 %) et représentent maintenant environ 14 % des investissements totaux des entreprises, contre 23 % en 2013. Depuis deux ans, il s'est perdu 31 000 emplois en Alberta, au Manitoba, en Saskatchewan et à Terre-Neuve.

Malgré le ralentissement de la croissance du PIB réel, l'économie n'est pas entrée en récession pour trois raisons. Premièrement, le revenu disponible a progressé d'en moyenne 3,4 % par année depuis deux ans, entraînant une hausse annuelle de 3,8 % des dépenses de consommation sur la même période. Deuxièmement, le marché de l'habitation s'est montré robuste : il s'est construit en moyenne 191 000 logements par année en 2014-2015, comme lorsque le pétrole se négociait au-dessus de 100 \$. Enfin, les dépenses publiques ont augmenté en moyenne de 3 % en 2014 et en 2015.

Certains signes donnent à penser que l'économie devrait prendre du tonus. Après avoir perdu 25 % vis-à-vis du dollar US depuis 2012, le faible dollar canadien commence enfin à rendre les produits canadiens plus concurrentiels. En février, le volume des biens

Graphique 2

**Volume des échanges commerciaux du Canada
(variation annuelle, %)**



exportés était en hausse de 7,0 % sur un an tandis que le volume des importations était en baisse de 1,0 % (graphique 2). En Ontario, il s'est créé 74 000 emplois durant les douze mois terminés en février et la construction automobile affichait une augmentation de 23,5 % sur un an en janvier. Après avoir touché un creux en 13 ans de 0,69 \$ US en janvier, le dollar canadien a remonté, mais son cours demeure inférieur de 14 % à sa juste valeur basée sur la parité du pouvoir d'achat. Nous nous attendons à ce que cette situation entraîne une amélioration progressive de la balance commerciale.

Le récent budget fédéral confirme l'intention du gouvernement de stimuler l'économie. Les dépenses publiques augmenteront de 20,5 milliards de dollars en 2016, en hausse de 6,9 % par rapport à l'année précédente. Le gouvernement prévoit que le déficit ainsi créé augmentera le PIB réel de 0,5 % en 2016 et de 1,0 % en 2017.

Nous prévoyons que le PIB réel du Canada croîtra de 1,5 % en 2016, l'élan donné par la baisse du huard et la hausse des dépenses publiques compensant la faiblesse du secteur de l'énergie. À plus long terme, nous croyons que le lourd endettement des ménages et les déséquilibres qui apparaissent dans le marché de l'habitation continueront de freiner le rythme de croissance de l'économie canadienne.

De nouvelles mesures visent à relancer l'économie européenne

Les progrès structurels graduels mais significatifs réalisés dans la zone euro depuis cinq ans se répercutent sur l'économie réelle. Les pays périphériques, à commencer par l'Espagne et l'Irlande, ont mis en œuvre des réformes et réduit leurs déficits publics. Les banques européennes se sont désendettées et ont assaini leur bilan. La Banque centrale européenne (BCE) a progressivement adopté des mesures visant à stimuler la croissance du crédit pour dynamiser la reprise économique. Des indicateurs récents confirment l'amélioration de la situation dans la zone euro : le PIB réel a cru de 0,3 % en moyenne entre 2011 et 2014 et l'expansion s'est chiffrée à 1,6 % en 2015.

L'an dernier, il s'est créé 525 000 emplois en Espagne, 192 000 en Allemagne, 184 000 en Italie et 21 000 en France et le taux de chômage de la zone euro a baissé à 10,3 % en février, contre un sommet de 12,1 % au T1 2013. Dans l'ensemble de la zone euro, les prêts bancaires au secteur non financier recommencent à monter, quoiqu'à un rythme modeste, et les banques font état d'une accélération de la demande de crédit. Les bénéfices des sociétés non financières étaient en hausse de 10,5 % sur un an au T3 et les dépenses en immobilisations ont atteint en moyenne le taux annualisé de 4,6 % durant les trois premiers trimestres de 2015.

Tout en reconnaissant la nette amélioration de la situation économique et financière de la zone euro, la BCE a accru la stimulation monétaire en mars, jugeant la reprise vulnérable à de possibles chocs externes comme une faible inflation. Elle a réduit le taux qu'elle verse sur les réserves déposées par les banques commerciales (de -0,3 % à -0,4 %). Elle a étendu son programme d'achat d'obligations aux titres de sociétés en plus des obligations d'État et des titres adossés à des actifs et elle a fait passer le montant cible des achats mensuels de 60 à 80 milliards d'euros. Enfin, elle a mis en place une nouvelle facilité de crédit permettant aux banques d'emprunter à des taux négatifs auprès de la BCE dans la mesure où elles augmentent leurs prêts à l'économie réelle.

Ces mesures visent à assouplir encore les conditions de crédit et signalent que la banque centrale entend se servir de tous les outils dont elle dispose pour lutter contre la faiblesse de

l'inflation. Nous prévoyons que la souplesse des conditions monétaires continuera de soutenir la croissance et que le PIB réel de l'Europe gagnera environ 1,5 % en 2016.

Les difficultés des marchés émergents ne devraient pas faire dérailler la croissance mondiale

Le rythme de croissance du PIB réel des pays émergents a été de 4,0 % en 2015, soit le double de celui des pays développés. L'expansion a été robuste dans plusieurs pays, comme l'Inde où le PIB a gagné 7,3 %. Par contre, quelques grandes économies ont essuyé des revers. Le PIB s'est contracté de 3,8 % au Brésil et 3,7 % en Russie, tandis que les données officielles montrent que la croissance a ralenti en Chine, passant de 7,3 % en 2014 à 6,9 % en 2015.

Le Brésil et la Russie affrontent une situation économique difficile. Au Brésil, la sécheresse, l'instabilité politique et la chute de l'investissement exacerbent l'incertitude. Le real brésilien a perdu 37 % contre le dollar US en deux ans et l'inflation atteint 10,4 %. Le gouvernement fait face à un choix difficile : il peut soit stimuler la croissance en augmentant la dette et en risquant d'alimenter l'inflation, soit réduire ses dépenses pour endiguer le déficit budgétaire et l'inflation en exacerbant la récession. En Russie, les sanctions internationales et la forte baisse du rouble expliquent l'inflation élevée et la détérioration de l'activité économique.

Le FMI prévoit donc une autre année d'activité atone dans ces deux pays en 2016 (recul du PIB réel de 3,5 % au Brésil et de 1,0 % en Russie), suivie d'une amélioration en 2017, avec une croissance du PIB réel de 0,0 % au Brésil et de 1,0 % en Russie. Puisque ces deux économies ne représentent que 6 % du PIB mondial et que leurs importations ne comptent que pour 0,5 % du PIB mondial, leurs problèmes ne devraient avoir qu'un impact assez limité sur l'activité mondiale.

La Chine se rééquilibre sans s'effondrer

Une nette détérioration de l'économie chinoise aurait probablement un effet plus marqué sur la croissance mondiale, vu la taille du pays. Il est particulièrement difficile d'évaluer avec exactitude l'état de cette économie étant donné la qualité douteuse des statistiques officielles. Cependant, divers indicateurs confirment sa faiblesse, notamment dans le secteur industriel. L'indice Caixin des responsables des achats du secteur manufacturier a été inférieur à 50 – signe d'une contraction de l'activité – tous les mois depuis mars 2015. Le fret ferroviaire était en baisse de 8,3 % sur une base annuelle et la consommation d'électricité avait diminué de 2,2 % en décembre par rapport à l'année précédente.

Nous avons passé en revue les causes du ralentissement chinois dans nos *Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers* du T3 2015. Les principaux déséquilibres résident dans une mauvaise affectation des capitaux après une période de forte croissance des investissements et dans l'octroi de fonds à des emprunteurs de qualité douteuse dans le cadre d'un système bancaire parallèle non réglementé.

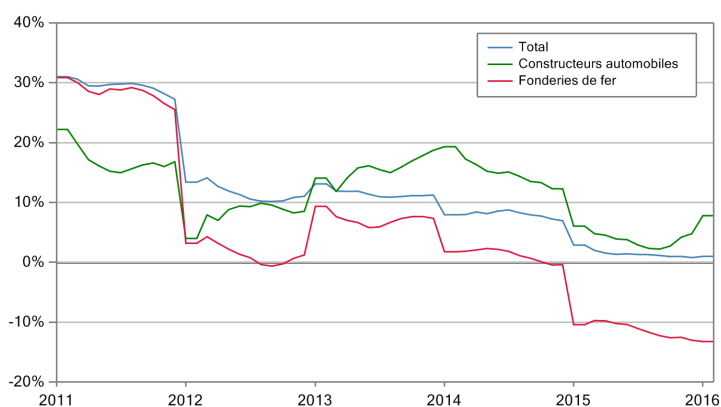
L'an dernier, les mesures adoptées par les autorités pour réformer le système financier et sévir contre la corruption ont freiné la croissance du crédit. Ces réformes structurelles sont un pas dans la bonne direction, mais à court terme, elles ont entraîné un recul des secteurs où les capitaux avaient été le plus mal affectés : l'immobilier, l'acier, le ciment et le charbon.

De plus, la lutte contre la corruption a réduit les dépenses de consommation et probablement provoqué des sorties de capitaux. Exacerbées par les signaux contradictoires du gouvernement au sujet du yuan qui ont fait craindre une forte dévaluation aux ménages et aux entreprises, ces sorties de capitaux ont fait baisser les réserves de devises de la Chine, qui sont passées de 3 800 milliards de dollars en décembre 2014 à 3 200 milliards en février 2016.

La Chine ne montre pas encore de rebond soutenu, mais un surcroît de stimulation budgétaire devrait alléger la pression créée par les réformes structurelles et soutenir l'activité durant la période de transition. L'augmentation des dépenses publiques l'an dernier s'est répercutée sur les secteurs sensibles à la consommation.

Graphique 3

**Recettes des sociétés industrielles chinoises
(variation annuelle, %)**



Source: China National Bureau of Statistics

En février, les producteurs alimentaires, les constructeurs automobiles et les pharmaceutiques ont vu leurs recettes monter de 8 % sur un an, tandis que celles des fabricants d'articles vendus au détail comme les meubles et les vêtements étaient en hausse d'environ 6 %. Cette progression compense en partie la faiblesse du secteur manufacturier, dont témoignent la chute de 13 % des recettes des fonderies de fer et des reculs du même ordre dans d'autres industries primaires. Globalement, les recettes des sociétés industrielles n'avaient augmenté que de 1,0 % sur un an en février (graphique 3).

Début mars, la Chine a annoncé son nouveau plan quinquennal allant jusqu'en 2020. Parmi les mesures de relance immédiates, le gouvernement prévoit de relever son déficit budgétaire à 3 % du PIB en 2016 contre 2,4 % du PIB en 2015. Les dépenses publiques augmenteront de 6,7 % à 2 800 milliards de dollars cette année, dont 253 milliards réservés aux travaux routiers. À plus long terme, l'État veut accélérer la réforme des industries à haute intensité de ressources et orienter les investissements vers les services aux consommateurs et les industries à plus forte valeur ajoutée. La Chine fait aussi de la lutte contre la pollution une priorité nationale qui exigera d'importants investissements. La capacité solaire devrait tripler d'ici 2020 tandis que l'approbation de nouvelles centrales au charbon sera suspendue. On prévoit aussi une expansion de la capacité éolienne et nucléaire. Grâce à ces initiatives, le gouvernement prévoit une croissance moyenne du PIB réel de l'ordre de 6,5 % à 7,0 % au cours des cinq prochaines années.

Il faut du temps pour transformer une économie de la taille de celle de la Chine, d'autant plus que le pays est encore à un stade précoce de son développement. En s'attendant à corriger les déséquilibres du passé, la Chine jette les bases de sa croissance future. Par ailleurs, un taux élevé d'épargne des ménages (33 %), des réserves de devises substantielles et une forte position financière internationale permettent d'atténuer une détérioration des conditions économiques.

Tout en restant attentifs aux risques susceptibles de déjouer nos prévisions, nous entrevoyons une croissance stable de l'économie mondiale. La probabilité d'une récession mondiale nous

paraît faible et nous nous attendons à une expansion économique mondiale de l'ordre de 3,0 % à 3,5 % à moyen terme.

Nous continuons de privilégier les actions

Les marchés mondiaux ont beaucoup baissé durant les deux premiers mois de l'année, le ralentissement de l'activité chinoise ayant fait craindre une récession mondiale. En mars, les marchés boursiers se sont en partie rétablis, encouragés par l'allègement de la politique monétaire des banques centrales en Chine, en Europe et au Japon. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a indiqué qu'elle relèverait son taux directeur de façon plus graduelle. Au premier trimestre, le S&P 500 a affiché un rendement total de -4,9 % (en dollars canadiens), le S&P TSX 4,5 % et le BE 500 -8,6 %. En Asie, le rendement a été de -19,9 % pour la Bourse de Shanghai, -21,9 % pour le Shenzhen, -10,7 % pour le marché de Hong Kong et -11,1 % pour le Nikkei.

Cette activité boursière houleuse témoigne de l'incertitude des investisseurs quant à la direction que prendra l'économie mondiale. De notre côté, nous croyons que les conditions économiques restent favorables aux actions. Nous prévoyons que les bénéfices progresseront d'environ 5 %, au même rythme que le PIB nominal. Compte tenu d'un taux de dividende de 2 % à 3 %, les actions devraient dégager des rendements globaux de 6 % à 8 % durant les années qui viennent.

Cependant, les valorisations ont grimpé au-dessus de leurs moyennes à long terme, d'où la nécessité d'un choix de titres judicieux. D'après notre hypothèse de croissance des bénéfices à moyen terme de 5 % pour cette année (inférieure à l'estimation consensuelle de 17,5 % d'un groupe d'analystes), le S&P 500 se négocie à 18,4 fois les bénéfices prévus. Nous avons allégé nos positions dans un groupe de titres dont les valorisations étaient généreuses par rapport au potentiel de croissance future. Par conséquent, la valorisation de nos portefeuilles d'actions demeure très raisonnable à 14,5 fois les bénéfices de 2016.

Les taux des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans ont brièvement touché un nouveau creux de 1,12 % en janvier avant de remonter à 1,22 % à la fin du T1. Les taux obligataires réels corrigés de l'inflation sont négatifs depuis longtemps dans la majorité des échéances. Ceci a incité bien des investisseurs à rechercher des titres à rendement plus élevé, faisant grimper les prix des obligations de sociétés.

Au cours des quatre dernières années, un portefeuille d'obligations de sociétés notées BBB d'une durée de 8,5 ans offrant 200 points de base de plus que les titres fédéraux aurait procuré un rendement supplémentaire de 8,2 %. Entre mai 2015 et mars 2016, les écarts des obligations de sociétés se sont élargis d'environ 65 points de base. Par conséquent, ce même portefeuille aurait perdu 5,5 % de son capital, annulant une part considérable de l'avantage des quatre dernières années.

L'extrême volatilité des prix des obligations de sociétés ces derniers mois nous rappelle que, malgré leur taux fixe, ces titres peuvent se comporter comme des actions vu le risque de crédit sous-jacent. Nous avons récemment profité de la baisse des prix des obligations de sociétés pour étoffer quelque peu nos positions dans des titres de grande qualité, mais nous croyons toujours que ce sont les marchés boursiers qui compensent le mieux le risque d'entreprise, avec des rendements anticipés beaucoup plus élevés. En effet, au cours des quatre dernières années, le rendement additionnel de l'indice MSCI Monde a été de 81,6 % (vs. les obligations fédérales), comparativement à 2,7 % pour les obligations de sociétés. La plus grande partie du portefeuille

obligataire reste investie dans les titres des provinces. En moyenne, les obligations provinciales rapportent environ 70 points de base de plus que les titres fédéraux à 5 ans, sans augmentation du risque de crédit.

Nous restons prudents à l'égard des perspectives des obligations à long terme et nous nous soucions davantage d'éviter des pertes. Nous continuons de préférer les actions aux obligations dans le cadre de nos mandats équilibrés.

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