



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

- Les marchés boursiers ont gagné du terrain au premier trimestre sur fond d'amélioration de l'activité mondiale et en prévision d'une hausse des dépenses budgétaires et de réformes favorables à la croissance aux États-Unis. De leur côté, les taux obligataires ont poursuivi leur ascension.
- Un raffermissement de l'économie mondiale devrait avoir un effet bénéfique sur les bénéfices des entreprises et, par extension, sur les marchés boursiers. À long terme, les besoins insatisfaits dans les pays en développement sont encore immenses, ce qui stimulera la consommation dans ces régions pendant plusieurs années.
- La croissance mondiale s'amplifie, tirée par les États-Unis. Nous prévoyons que le PIB réel mondial grimpera de 3,4 % en 2017.
- L'activité aux États-Unis avait commencé à s'accélérer avant même l'annonce du programme de relance de Donald Trump. Nous tablons une augmentation de 2,5 % du PIB réel des États-Unis en 2017, prévision qui pourrait être revue à la hausse si les mesures de relance budgétaire prennent effet.
- Le Canada devrait profiter du renforcement de l'économie américaine et de la faiblesse du huard, tandis que la croissance dans le reste du monde promet de s'accélérer en 2017 à la faveur de l'amélioration de la production industrielle.
- Les ratios cours/bénéfice des actions, en particulier aux États-Unis, frôlent l'extrémité supérieure des fourchettes de juste valeur. En revanche, nos portefeuilles d'actions affichent toujours des niveaux de valorisation intéressants et se négocient bien en deçà des multiples actuels du marché.
- Les taux obligataires poursuivent une trajectoire ascendante alors que les banques centrales commencent à normaliser leur politique monétaire. Nous privilégions la protection du capital et maintenons une courte durée dans nos portefeuilles de titres à revenu fixe.



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.

Fausses pistes

Durant la reprise qui a suivi la crise financière, la croissance mondiale a été inhibée par la conjoncture économique difficile qui régnait dans diverses régions du monde. En 2012 et 2013, l'économie européenne était sous pression car la Grèce renégociait sa dette et des problèmes se déclaraient dans le secteur bancaire espagnol. En 2014, un relèvement de la taxe à la valeur ajoutée a causé un ralentissement de l'économie japonaise et l'invasion de la Crimée par la Russie a pesé sur la confiance et les investissements des entreprises européennes. En 2015, le déclin des prix des produits de base et de l'énergie a ébranlé les économies productrices et entraîné le Brésil et la Russie dans la récession. Un ralentissement en Chine a exacerbé les doutes au sujet de la durabilité de la croissance mondiale. La production industrielle mondiale s'est essouffée en 2015 et au premier semestre de 2016, ce qui a affecté la plupart des grandes économies développées, dont le Canada et les États-Unis.

Bien que les pauses évoquées ci-dessus aient attisé la volatilité des prix des actifs financiers et les craintes d'interruption du cycle de croissance, chacun de ces épisodes n'a fait que détourner les investisseurs de l'essentiel. Aujourd'hui, ces derniers se focalisent sur l'imprévisibilité du programme géopolitique de Donald Trump. Ce thème, tout comme les questions entourant la durée du marché haussier des actions et la possibilité que les valorisations se situent à des niveaux extrêmes, figure aujourd'hui au premier plan de leurs préoccupations.

L'activité économique cyclique prend de la vitesse

Dans nos éditions précédentes, nous avons souligné que la faiblesse des taux d'intérêt et la modestie de l'inflation contribuaient à l'établissement d'un contexte d'accommodement, qui cadre avec un cycle économique long. Nous avons aussi recommandé aux investisseurs d'éviter de réagir trop négativement chaque fois qu'un des chocs mentionnés ci-dessus se retrouvait à l'avant-plan.

Nous pensons toujours que rien ne fait obstacle à la dynamique haussière de la croissance mondiale. La production industrielle mondiale rebondit et les indices PMI du secteur manufacturier indiquent que la situation continuera de s'améliorer. Pour la première fois depuis 2010, on s'attend à ce que toutes les régions clés du monde connaissent une croissance synchronisée (tableau 1).

Tableau 1 : Croissance du PIB réel dans le monde (variation sur 12 mois)

	PIB nominal 2015 (É.-U.\$ milliards)**	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
États-Unis *	\$17,947	1.6%	2.2%	1.5%	2.4%	2.6%	1.8%	2.5%
Canada *	\$1,552	3.1%	1.7%	2.2%	2.5%	0.9%	1.5%	1.9%
Japon	\$4,123	-0.5%	1.7%	1.4%	0.0%	1.2%	0.9%	0.8%
Royaume-Uni	\$2,849	2.0%	1.2%	2.2%	3.1%	2.2%	2.0%	1.5%
Zone Euro *	\$11,540	1.6%	-0.9%	-0.3%	0.9%	2.0%	1.7%	1.6%
Chine *	\$10,982	9.5%	7.7%	7.7%	7.3%	6.9%	6.7%	6.3%
Inde	\$2,091	6.6%	5.6%	6.6%	7.2%	7.6%	6.6%	7.2%
Brésil	\$1,773	3.9%	1.9%	3.0%	0.1%	-3.8%	-3.5%	0.2%
Russie	\$1,325	4.3%	3.5%	1.3%	0.7%	-3.7%	-0.6%	1.1%
Developpés	\$44,388	1.7%	1.2%	1.2%	1.9%	2.1%	1.6%	1.9%
Émergents	\$28,783	6.3%	5.3%	4.9%	4.6%	4.1%	4.1%	4.5%
Monde	\$73,171	4.2%	3.5%	3.3%	3.4%	3.2%	3.1%	3.4%

* Prévisions de LBA pour les É.-U., le Canada, la Zone Euro et la Chine. Les autres données proviennent du FMI.

** Calculé selon les taux de change de 2015

Source: FMI, LBA, Octobre 2016

On s'attend à ce que les **États-Unis** signent les gains les plus importants. La consommation robuste, la reprise des investissements des entreprises et la hausse de la construction résidentielle soutiennent l'accélération de l'économie. Le nombre d'appareils de forage pétrolier et gazier en activité a touché son creux en mai 2016 et affichait une remontée de 29 % au troisième trimestre. Les bénéfices des sociétés ont rebondi de 8,7 % entre le quatrième trimestre de 2015 et le troisième trimestre de 2016. Par ailleurs, les ventes d'automobiles annualisées ont atteint 17,9 millions d'unités en octobre dernier, ce qui a contribué à propulser le taux de croissance des ventes au détail à 4,2 % en glissement annuel.

Depuis l'élection présidentielle de novembre, l'activité a continué à prendre du mieux. Le revenu disponible s'est accru de 4,0 % sur 12 mois en janvier à la faveur d'une création d'emplois soutenue. Les premiers signes d'accélération des salaires laissent supposer que cette progression se poursuivra, et le patrimoine net des ménages a atteint 93 000 milliards de dollars. Ces facteurs indiquent que les dépenses de consommation devraient fortement contribuer à la croissance en 2017.

La demande de logements reste florissante. Les prix des logements ont augmenté de 5,6 % sur 12 mois en décembre et les taux d'inoccupation des logements locatifs sont au plus bas depuis le milieu des années 1980. Il se construit actuellement 1,29 million de logements neufs par an, soit légèrement moins que les 1,3 à 1,5 million d'unités qui cadrent avec le rythme de croissance de la population. Du côté des sociétés, les bénéfices ont grimpé de 15,7 % sur 12 mois au quatrième trimestre et les nouvelles commandes à l'industrie affichaient une hausse de 3,8 % en glissement annuel en janvier. Les sondages sur la confiance des entreprises ont révélé un regain d'optimisme ces derniers mois, signe que les investissements devraient s'améliorer par rapport aux niveaux actuels (graphique 1).

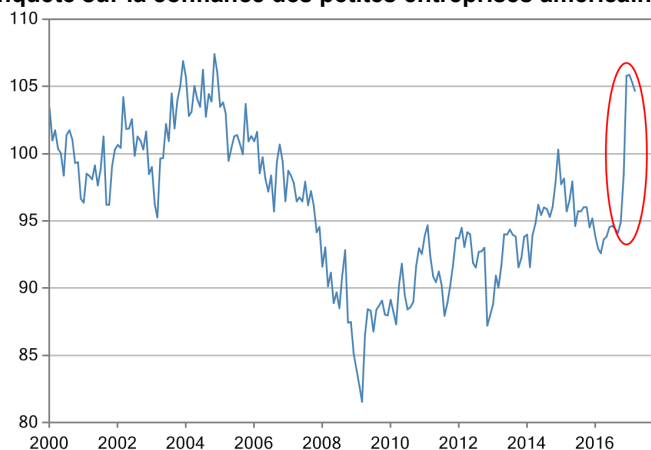
Aux États-Unis, l'activité a commencé à se redresser avant même que la nouvelle administration mette en œuvre des mesures de relance budgétaire significatives. Même si le gouvernement s'est jusqu'à présent contenté d'annoncer des lignes directrices générales, son mot d'ordre est sans équivoque : stimuler la croissance et l'emploi.

L'on s'attend à une hausse des dépenses publiques de défense, ainsi que des dépenses au titre de projets d'infrastructure comme les routes, les ponts et les autoroutes. Par ailleurs, la baisse des taux d'imposition et l'assouplissement de la réglementation demeurent les deux grandes priorités du président Trump.

Il est difficile d'estimer l'impact de ces annonces à ce stade. Le Congrès ne s'entend pas sur les mesures à prendre pour compenser les effets du programme de relance. Les divers mécanismes proposés, dont l'application d'une taxe frontalière, qui empêcherait les sociétés de déduire le coût des marchandises importées dans leur déclaration de revenus, pourraient avoir des conséquences imprévues sur la croissance ou l'inflation.

Graphique 1

Enquête sur la confiance des petites entreprises américaines



Source: National Federation of Independent Business (NFIB)

Les effets du nouveau budget fédéral, dont le dépôt est attendu ce printemps, pourraient bien se faire ressentir tout au long de cette année et des années suivantes. Nous continuerons d'évaluer chaque nouvelle mesure au moment de son annonce. Quoi qu'il en soit, l'économie américaine est sur une pente ascendante. Nous prévoyons que la croissance du PIB réel, qui s'est limitée à 1,6 % en 2016, s'accroîtra pour atteindre 2,5 % cette année. Les mesures de relance budgétaire supplémentaires pourraient nous amener à revoir cette prévision à la hausse.

Le renforcement de l'économie américaine et la remontée des prix des produits de base ont déjà des retombées positives au **Canada**. La croissance du PIB réel a atteint 1,9 % sur 12 mois au quatrième trimestre grâce au rebond des exportations canadiennes. Le déficit commercial a fondu, passant de 45 milliards de dollars au quatrième trimestre de 2015 à 19 milliards au quatrième trimestre de 2016, et devrait continuer de diminuer car le dollar canadien reste relativement faible par rapport à son homologue américain.

Les nouvelles commandes au secteur manufacturier ont grimpé de 3,5 % sur un an en janvier et l'indice PMI a atteint son plus haut niveau depuis 2014 en février. Grâce à une expansion robuste en Ontario, au Québec et en Colombie-Britannique, l'économie canadienne a créé 36 600 emplois par mois entre décembre et février. Par ailleurs, le marché canadien du logement a continué de contribuer positivement à la croissance. Au cours de la période de trois mois terminée en février, le nombre annualisé moyen de logements construits a atteint 209 000, en hausse de 11 % par rapport à la même période de l'an dernier.

Dans l'ensemble, l'économie canadienne devrait profiter du raffermissement cyclique des États-Unis, de la faiblesse du dollar et de la hausse des dépenses publiques, que le récent budget a de nouveau confirmée. À plus long terme, les perspectives sont toujours assombries par des facteurs structurels, notamment les prix élevés des maisons et l'endettement des ménages. Nous prévoyons que le PIB réel du Canada augmentera en moyenne d'environ 2,0 % en 2017.

Au quatrième trimestre, le PIB réel de la **zone euro** a gagné 1,7 % sur 12 mois, l'Espagne (+3,0 %) et l'Allemagne (+1,8 %) menant le bal. Les économies française et italienne ont toutes deux progressé de 1,1 %. L'essor de l'emploi continue de soutenir les dépenses de consommation en zone euro. Le taux de chômage est tombé à 9,6 % en janvier et l'économie a créé 310 000 emplois par mois entre janvier et septembre 2016.

Malgré les craintes sur le front politique avec les élections imminentes en France, en Allemagne et peut-être en Italie, les récentes données permettent de tabler sur une croissance encore plus soutenue. L'indice PMI manufacturier a atteint 55,4 en février, son plus haut niveau depuis 2011, et le crédit aux entreprises autres que financières a augmenté de 2,1 % en janvier par rapport à l'année précédente. Dans l'ensemble, nous prévoyons que le PIB réel de la zone euro gagnera entre 1,5 % et 2,0 % en 2017.

On prévoit que l'économie du **Royaume-Uni** ralentira de 2,0 % en 2016 à 1,5 % en 2017 en raison des ajustements liés au Brexit, alors que celle du **Japon** pourrait surprendre à la hausse. La croissance du PIB réel japonais s'est chiffrée à 1,6 % en glissement annuel au quatrième trimestre grâce au bond de 7,1 % de l'investissement résidentiel et à la balance commerciale, qui est passée d'un déficit de 1 200 milliards de yens à un excédent de 6 300 milliards de yens.

Ailleurs dans le monde, le PIB réel de la **Chine** a crû de 6,8 % sur 12 mois au quatrième trimestre, et celui de l'**Inde**, de 7,0 %. La **Russie** (-0,2 %) et le **Brésil** (-2,5 %) ont enregistré une deuxième année

de croissance économique négative, mais le redressement des prix des produits de base a entraîné une stabilisation de l'activité dans les deux pays. Le FMI s'attend à voir le PIB réel progresser de 1,1 % en Russie et de 0,2 % au Brésil en 2017.

Dans l'ensemble, nous prévoyons que la croissance mondiale s'accroîtra en 2017 pour atteindre 3,4 %, contre 3,1 % en 2016.

Les facteurs structurels positifs à long terme soutiennent la croissance mondiale

À l'heure où l'amélioration de la conjoncture économique est déterminée par les facteurs cycliques, il vaut la peine de se rappeler que deux forces structurelles importantes soutiennent la demande à long terme de biens et de services mondiaux.

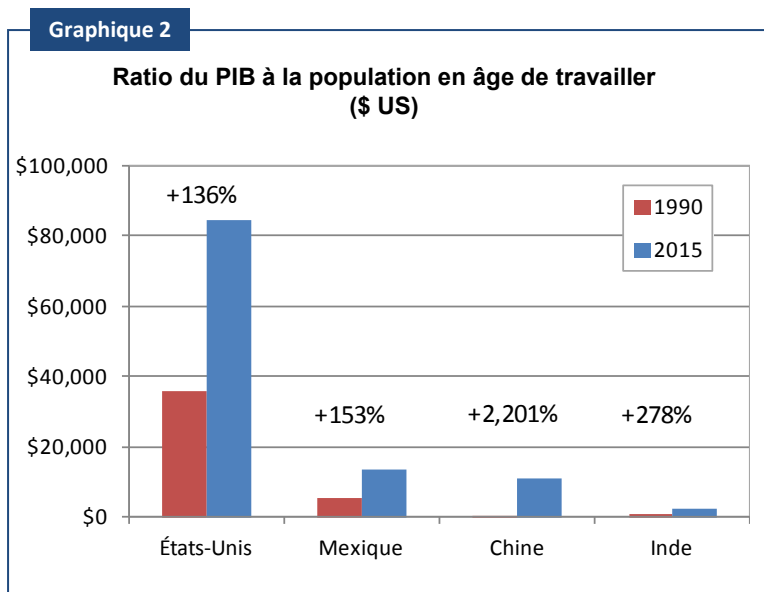
Premièrement, la population mondiale croît de 1,1 % ou de 80 millions de personnes par an. Elle devrait atteindre 8 milliards d'habitants d'ici 2024, et les marchés émergents sont à l'avant-garde de cette tendance. En 2017, les pays en développement contribueront environ pour la moitié de la croissance mondiale. Ce ratio devrait monter à 62 % au cours des cinq prochaines années et continuer d'augmenter par la suite, car l'expansion de cette région continue de dépasser celle des économies développées.

Deuxièmement, les pays en développement et à revenu faible et intermédiaire sont dans une phase de rattrapage économique à long terme. En général, leur population est plus jeune, leur économie a un besoin urgent d'infrastructures et de soins de santé de meilleure qualité, et la pénétration des services financiers y est relativement faible.

En 1990, le ratio du PIB à la population en âge de travailler, un bon indicateur de prospérité, était d'environ 36 000 \$ aux États-Unis, contre 475 \$ en Chine, 640 \$ en Inde et 5 400 \$ au Mexique (graphique 2). Un quart de siècle plus tard, ce ratio a augmenté de 136 % aux États-Unis pour atteindre 84 500 \$. Par ailleurs, il a grimpé à 11 000 \$ en Chine, à 2 440 \$ en Inde et à 13 660 \$ au Mexique en raison de la croissance plus rapide des économies émergentes.

Les besoins insatisfaits sont encore immenses, ce qui stimulera la consommation dans ces régions pendant plusieurs années. On estime que chaque personne née aux États-Unis consommera, au cours de sa vie, 19 826 œufs, sept machines à laver, 10 télévisions, cinq réfrigérateurs, 15 ordinateurs et 12 voitures. Pour jouir de la même prospérité que les États-Unis en 2050, la Chine, l'Inde et le Mexique devront enregistrer des taux de croissance nominale respectifs d'au moins 6,9 %, 11,8 % et 6,0 % par an sur les 33 prochaines années. Quoique ces taux de croissance ne soient possiblement pas atteints, la convergence des marchés émergents vers les économies développées se poursuivra.

Nous sommes persuadés qu'un essor de la population mondiale et qu'une



convergence vers les niveaux de prospérité des économies développées à l'échelle planétaire offrent une multitude de possibilités de placement à long terme.

Le défi d'investir en période de prospérité

Les investisseurs en actions ont pris note de l'accélération de l'économie mondiale. Au cours du premier trimestre, les indices boursiers mondiaux ont dégagé des rendements globaux positifs en dollars canadiens : le S&P 500 a grimpé de 5,3 %, le S&P/TSX, de 2,4 %, le DAX, de 9,0 %, le CAC-40, de 5,9 %, le FTSE-100, de 4,1 %, et le Nikkei, de 3,3 %. Sur la même période, l'indice MSCI Marchés émergents a gagné 10,6 %.

Aux niveaux actuels, l'indice S&P 500 se négocie à 18 fois les bénéfices estimatifs de 2017, ce qui pousse les niveaux de valorisation des actions américaines vers l'extrémité supérieure de la fourchette de juste valeur. Les valorisations dans les autres régions du monde sont moins élevées. En utilisant les indices MSCI à des fins de comparaison, les actions du Canada, du Japon, d'Europe et des marchés émergents se négocient respectivement à 17 fois, 16 fois, 15 fois et 13 fois – ratio très raisonnable – les bénéfices prévus.

À l'heure où la croissance mondiale s'accélère et où les cours des actions touchent de nouveaux sommets, la sensibilité au cours est plus importante que jamais. Nos portefeuilles se négocient à 14 fois les bénéfices et sont bien diversifiés sectoriellement et géographiquement.

Plusieurs sociétés présentent un potentiel de hausse intéressant tout en affichant un cours raisonnable, dont **Aegon** (Transamerica aux États-Unis), un des plus importants fournisseurs mondiaux de produits d'assurance-vie, de retraite et de gestion d'actifs. Son titre se négocie à seulement 7 fois les bénéfices de 2017 et offre un rendement en dividendes de 5 %. **Merck**, chef de file pharmaceutique mondial spécialisé dans l'oncologie, les maladies auto-immunes et les vaccins, a récemment lancé deux nouveaux médicaments ayant un potentiel de plusieurs milliards de dollars, dont l'un pourrait révolutionner le traitement du cancer. Son titre se négocie à 16 fois les bénéfices de 2017 et procure un taux de dividende de 3 %. La canadienne **Celestica**, qui produit des serveurs informatiques et du matériel de stockage et de réseautage, devrait profiter de la tendance à l'impartition de la fabrication industrielle du matériel de TI. Son titre se négocie à seulement 10 fois les bénéfices.

Nous restons attentifs aux niveaux de valorisation et nous nous concentrons sur les facteurs fondamentaux des sociétés dans lesquelles nous cherchons à investir. Nos portefeuilles sont bien positionnés pour profiter des forces structurelles à long terme qui soutiennent la croissance et offrent une protection contre les chocs à court terme. Cette approche classique du placement continuera selon nous de produire d'excellents résultats à l'avenir.

La correction du marché obligataire a débuté

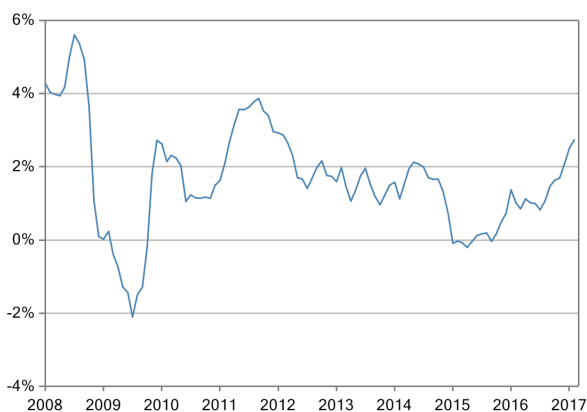
Les taux obligataires ont augmenté ces six derniers mois et ce sont les détenteurs d'instruments à long terme qui en ont le plus souffert. Les taux des obligations fédérales échéant à 10 et 30 ans ont bondi respectivement de 63 et 65 points de base, ce qui s'est traduit par des pertes respectives de 5,4 % et 14 %. L'indice FTSE TMX a fléchi de 2,2 % sur la même période.

Nous pensons que cette correction ne fait que commencer. Les obligations sont encore extrêmement surévaluées et leurs prix ne cadrent toujours pas avec un contexte macroéconomique favorable. Qui

plus est, l'inflation dans l'ensemble des pays développés a commencé à se redresser. L'indice des prix à la consommation des États-Unis a augmenté de 2,8 % en février par rapport à il y a un an (graphique 3). La Réserve fédérale en a pris bonne note et a relevé le taux des fonds fédéraux de 0,25 % en mars, ce qui représente leur troisième hausse depuis décembre 2015.

Graphique 3

**Indice des prix à la consommation des É.-U.
(variation sur 12 mois en %)**



Source: Bureau of Labor Statistics

Dans l'avenir, l'accélération de la croissance mondiale ira de pair avec une montée des pressions inflationnistes, ce qui poussera la Fed à durcir encore davantage sa politique monétaire. La Banque du Canada normalisera peut-être ses taux plus progressivement, mais les taux obligataires sur l'ensemble de la courbe seront probablement sensibles à la hausse de l'inflation, en particulier dans les échéances longues. Grâce à sa courte durée, notre portefeuille d'obligations est bien positionné pour préserver le capital à un moment où les taux sont susceptibles d'augmenter sensiblement.

Nous préférons toujours les actions soigneusement choisies aux obligations au sein des portefeuilles équilibrés et évitons toute exposition aux instruments à revenu fixe à long terme.

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