

## Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

Septembre 2014

### Sommaire

- Le FMI prévoit une amélioration de la croissance mondiale – de 3,3 % cette année à 3,8 % en 2015 – alimentée par une accélération de l'activité aux É.-U.
- L'économie américaine est soutenue par une progression de presque tous les principaux secteurs. Le logement, les dépenses en immobilisations et les échanges commerciaux seront des moteurs de croissance en 2015. Le Canada sera l'un des principaux bénéficiaires de la croissance plus robuste aux É.-U.
- L'Europe connaît une croissance positive, quoique lente. Les mesures de relance monétaire entreprises par la BCE sont cruciales pour un redressement dans la région.
- La baisse que connaissent actuellement les marchés boursiers est causée par des inquiétudes concernant des facteurs temporaires. À plus long terme, les cours des actions seront soutenus par une conjoncture propice à la croissance des bénéfices, des valorisations raisonnables et des rendements en dividendes solides.
- Le rendement des actions surpassera ceux des espèces et des obligations. Les obligations à long terme représentent un investissement peu attrayant.

La croissance économique mondiale est restée modérée dans les années qui ont suivi la crise économique de 2008-2009, marquées par une correction des excès financiers, budgétaires et liés à la consommation. D'après notre analyse de la conjoncture économique actuelle, nous entrons dans une période d'accélération de l'activité économique, en particulier aux États-Unis, où la croissance est soutenue par les améliorations dans presque tous les secteurs de l'économie.

L'accélération de l'activité économique aux États-Unis profite tout particulièrement au Canada. La moindre dépendance de la croissance à l'égard de l'investissement résidentiel et des dépenses de consommation sera compensée par le commerce international, car la demande de produits d'exportation canadiens augmente.

Bien que l'Europe souffre encore de la réticence des banques à octroyer du crédit, la récente annonce, par la Banque centrale européenne (BCE), de son intention d'accorder de généreuses conditions de crédit aux banques est encourageante. La croissance de la région, bien que modeste, devrait continuer de s'accélérer grâce aux mesures de relance monétaire supplémentaires.

Sur les marchés émergents, les moteurs fondamentaux de la croissance demeurent vigoureux. Les économies en transition doivent généralement affronter des périodes occasionnelles d'instabilité, financière ou politique. Les possibilités considérables offertes par ces marchés devraient se traduire par de solides rendements sur le long terme.

L'amélioration de l'économie mondiale crée un contexte favorable à une hausse des bénéfices des entreprises et des rendements des marchés boursiers. À l'inverse, les taux obligataires devraient subir des pressions à la hausse à mesure qu'ils se normaliseront. À moyen terme, nous continuons donc de préférer les actions aux espèces et aux obligations.

## La croissance économique aux États-Unis touche tous les secteurs

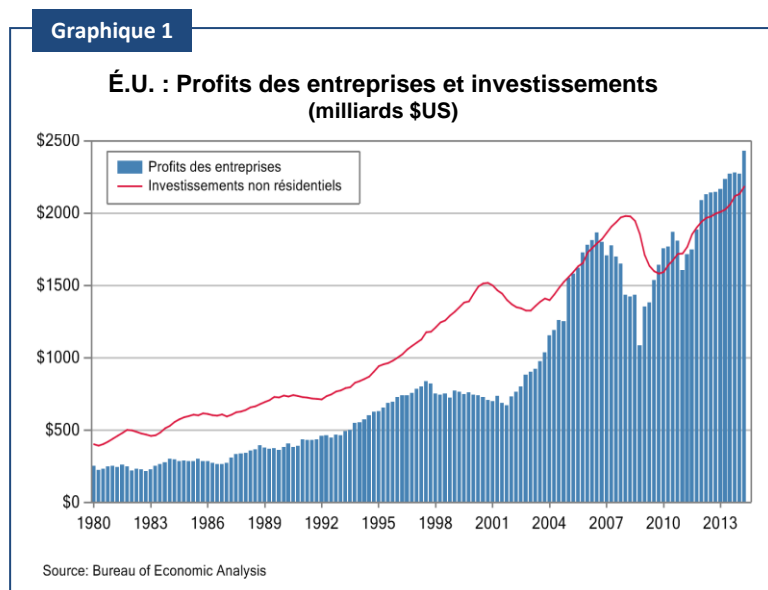
La croissance de l'économie américaine a été exceptionnellement timide au premier trimestre en raison des conditions hivernales rigoureuses. Abstraction faite de ce facteur temporaire, la grande majorité des indicateurs courants pointent vers une accélération de l'économie. Le PIB nominal a progressé de plus de 275 milliards de dollars au deuxième trimestre, en hausse de 4,3 % sur une base annuelle. Les dépenses de consommation représentent le principal moteur de l'économie (69 %), suivies des dépenses publiques (18 %), de l'investissement non résidentiel (13 %), de l'investissement résidentiel (3 %) et de la balance commerciale (-3 %). La croissance du PIB réel atteint maintenant 2,6 % par rapport à l'année dernière et s'appuie sur les améliorations touchant presque tous les grands secteurs de l'économie.

La consommation des ménages dépend de la croissance des revenus, qui est elle-même déterminée par la progression de l'emploi et les augmentations de salaire. Depuis le début de l'année, 227 000 emplois sont créés chaque mois en moyenne, ce qui dépasse de loin le chiffre mensuel de 161 000 enregistré de 2010 à 2013. La qualité des nouveaux emplois s'améliore également : 22 % des emplois créés sont de nature professionnelle et commerciale, tandis que 14 % sont liés à la construction et à la fabrication. Les salaires progressent en outre de façon constante, au rythme annuel de 2,0 %. Même les secteurs moins bien rémunérés comme les loisirs et l'accueil connaissent leurs plus fortes hausses salariales depuis 2007 (+4,2 %). Ces facteurs entraînent une solide expansion du revenu global et de la consommation.

L'assainissement des bilans des ménages semble terminé, les consommateurs américains ayant ramené leurs dépenses à 95 % de leur revenu disponible, comparativement à un sommet de 103 % en 2005. L'avoir net des ménages a atteint un sommet sans précédent de 81,5 billions de dollars. À l'avenir, nous nous attendons à ce que les dépenses de consommation soient à peu près égales aux revenus, voire légèrement supérieures, car certains signes montrent qu'un nouveau cycle de crédit est amorcé.

Cette hausse des revenus et du crédit à la consommation stimule les ventes d'automobiles (+10 %) et les ventes au détail (+5,0 %).

En ce qui concerne les investissements, les dépenses en immobilisations tendent à être déterminées par les bénéfices des entreprises et les prévisions du dynamisme de l'activité économique (graphique 1). Bien que les bénéfices des entreprises aient rebondi vigoureusement après la récession de 2008-2009, les sociétés sont restées réticentes à investir sur fond d'incertitude concernant la viabilité de la reprise, à cause notamment du malaise en Europe en 2011 et de l'impasse politique aux États-Unis en 2012. Au deuxième trimestre, les dépenses en immobilisations ont augmenté, l'investissement dans les structures



ayant grimpé de 12,4 %, les dépenses en matériel et outillage, de 7,6 %, et les dépenses en propriété intellectuelle et en R et D, de 5,7 % par rapport à l'an dernier. Le taux d'utilisation des capacités de fabrication frôle maintenant 80 %, niveau propice à la construction de nouvelles usines. À ce stade du cycle économique, l'accélération continue de l'activité devrait se traduire par des dépenses en immobilisations plus robustes.

L'investissement dans le logement est résolument sorti de sa quasi-dépression et se rapproche de la normale. Le nombre moyen de mises en chantier atteint aujourd'hui environ 1 million par an, contre 589 000 en moyenne sur la période 2009-2011. Le rythme de construction actuel reste inférieur à la demande normale qui, selon nous, avoisine les 1,5 million, en raison surtout du taux modeste de formation des ménages. Celle-ci devrait toutefois augmenter avec l'amélioration du marché de l'emploi et favoriser la construction de logements supplémentaires. Les premiers signes de cette demande sont déjà visibles : le stock de logements excédentaires a atteint un creux des 15 dernières années cet été.

En même temps que l'économie s'améliorait, des progrès importants ont été réalisés dans la réduction des déficits budgétaires, qui étaient devenus insoutenables. Selon la commission des finances du Congrès, le déficit devrait baisser à 2,9 % du PIB en 2014, ce qui représente une réduction considérable par rapport au 9,8 % enregistré en 2009. Le gouvernement a en fait nuï à la croissance ces dernières années en réduisant les dépenses et en augmentant les impôts. Nous tablons sur une politique budgétaire neutre car il est peu probable que de nouvelles dépenses ou compressions seront décrétées d'ici les prochaines élections en 2016.

Le déficit commercial a atteint un creux de 615 milliards de dollars au premier trimestre de 2012 et a depuis diminué à 549 milliards grâce à une amélioration des exportations. La diminution des importations de pétrole a également eu un effet positif, la production intérieure de brut ayant augmenté de 64 % au cours des cinq dernières années. Les importations de pétrole brut sont passées d'un sommet de 10 millions de barils à moins de 8 millions de barils par jour.

Nous avons légèrement réduit notre prévision concernant la croissance du PIB réel des États-Unis pour 2014, qui s'inscrit maintenant dans une fourchette de 2,0 % à 2,5 %, en raison du premier trimestre atypique, mais la croissance pour les autres trimestres de l'année devrait rebondir au-dessus de 2,5 %. Notre prévision de base pour 2015 situe la croissance dans une fourchette de 2,5 % à 3,0 %.

## **La croissance canadienne est plus vigoureuse que prévu mais des obstacles demeurent**

Le raffermissement de l'économie américaine aura des effets positifs dans le monde entier et devrait tout particulièrement profiter au Canada. Soixante-quinze pour cent des exportations canadiennes de marchandises sont destinées aux États-Unis, et le volume des échanges transfrontaliers est passé de 270 milliards de dollars en 2009 à 359 milliards en 2013. Au cours des huit premiers mois de 2014, ce volume a atteint le chiffre annualisé record de 398 milliards de dollars à la faveur de la dépréciation du huard et du renforcement de la croissance américaine. Tous les segments majeurs des exportations progressent, incluant le pétrole (+16 % par rapport à l'année dernière), les automobiles et camionnettes (+5,9 %), les aliments et biens de consommation (+14 %) et les produits miniers et métalliques (+16 %). L'augmentation des exportations vers les États-Unis ont contribué à hauteur de 16 % à l'expansion de 4,9 % sur 12 mois de l'économie en termes nominaux au deuxième trimestre. En termes réels, l'économie canadienne a progressé de 2,5 %, soit un des meilleurs taux des dernières années (graphique 2).

Les principaux obstacles susceptibles d'entraver la croissance économique future ont été expliqués en détail dans nos précédents rapports (veuillez vous reporter à nos *Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers* de juin et décembre 2013). L'endettement des ménages atteint de nouveaux sommets, à 162 % du revenu disponible, en partie à cause du dynamisme de l'investissement résidentiel et de la hausse des prix du logement. Jusqu'à présent, cependant, les ménages n'ont pas rééquilibré leurs bilans et le marché canadien du logement ne s'est pas essouffé malgré les tentatives du gouvernement de resserrer le crédit hypothécaire. La consommation, qui affiche une croissance

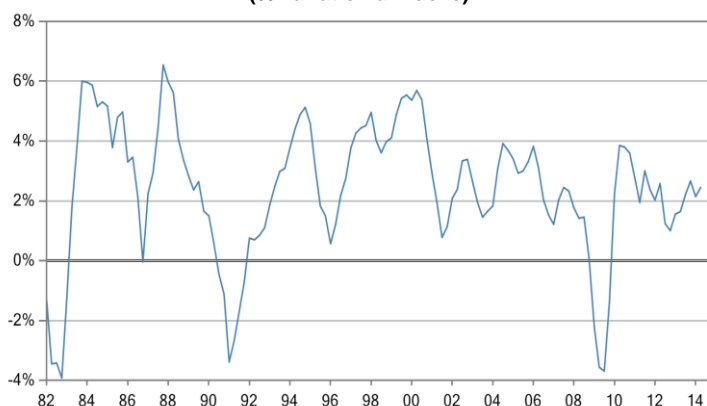
annuelle de 5,0 %, reste le principal moteur de l'économie, et le nombre de mises en chantier s'élève à 197 000, ce qui se traduit par une hausse de 3,7 % de l'investissement résidentiel.

Nous restons d'avis que l'économie canadienne devra de moins en moins compter sur le soutien des dépenses de consommation et du secteur du logement. Les dépenses d'investissement sont modestes, mais l'accélération des exportations est encourageante et nous conforte dans l'idée que cette transition sera harmonieuse et qu'elle permettra à l'économie d'enregistrer des taux de croissance décents.

Notre prévision de base pour l'économie canadienne situe la croissance du PIB réel dans une fourchette de 2,0 % à 2,5 % en 2014-2015.

Graphique 2

Canada : Croissance du PIB réel  
(% variation annuelle)



Source: Statistique Canada

## Un assouplissement des conditions de crédit en zone euro est indispensable à la reprise

Dans la zone euro, l'activité économique manque toujours de tonus. La croissance du PIB réel au deuxième trimestre est ressortie à 0,7 % sur 12 mois. L'Espagne (+1,2 %), les Pays-Bas (+0,9 %) et le Portugal (+0,8 %) ont vu leur croissance s'accélérer, tandis que l'Allemagne (1,3 %), la France (0,1 %) et l'Italie (-0,3 %) ralentissent. L'Espagne et le Portugal semblent récolter les fruits des réformes structurelles engagées au cours des trois dernières années, alors que l'Italie et la France traînent de la patte à ce chapitre. Ces deux derniers pays subissent donc de plus en plus de pressions pour qu'ils s'attaquent plus résolument à leurs rigidités structurelles.

L'accès au crédit reste limité dans plusieurs pays de la zone euro, en particulier pour les PME (graphique 3), ce qui, ajouté aux tensions géopolitiques, demeure un obstacle important à la croissance. Les sociétés européennes sont très dépendantes des prêts bancaires, qui couvrent en moyenne 80 % de leurs besoins de financement, alors que les entreprises américaines se financent principalement en émettant des obligations et seulement à hauteur de 30 % auprès des banques. Les prêts au secteur non financier sont en baisse de -7,9 % en Espagne, de -1,4 % en Italie et de -0,5 % en France, et en hausse de seulement 0,9 % en Allemagne. Le crédit bancaire dans la région est actuellement freiné par deux facteurs. Premièrement, les banques européennes continuent de réduire leur endettement et de recapitaliser leurs bilans. Deuxièmement, la BCE a entrepris en octobre 2013 une évaluation de la qualité des actifs bancaires qui devrait être terminée en octobre de cette année, et les banques hésitent à prêter tant que la BCE n'a pas fait connaître ses constatations.

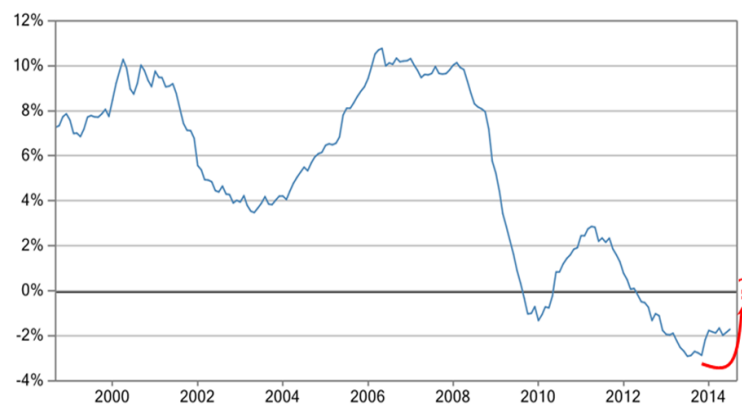
En juin, la banque centrale a annoncé une série de mesures visant à encourager les banques à prêter de nouveau. Ces mesures reposaient sur trois piliers : les taux d'intérêt, la liquidité et les achats d'actifs (ou assouplissement quantitatif). Afin d'inciter les banques à investir leurs fonds excédentaires dans l'économie réelle, la BCE a abaissé le taux auquel les banques peuvent emprunter et a commencé à verser un taux d'intérêt négatif sur les fonds déposés auprès d'elle. Du point de vue de la liquidité, la BCE a porté à trois ans la durée de ses prêts aux banques, à condition que celles-ci se servent des fonds pour augmenter leurs propres prêts. Autrement dit, les banques pourront se financer à des taux très bas à moyen terme à condition d'augmenter la création de crédit. Le troisième pilier, bien que semblable au programme auquel la Réserve fédérale des États-Unis mettra bientôt fin, diffère de celui-ci par sa portée. La BCE envisage plutôt d'acheter directement des instruments financiers adossés à des prêts bancaires (des obligations de sociétés couvertes par un collatéral et des titres adossés à des actifs) afin d'encourager les banques à prêter au secteur privé en prenant en charge le risque de crédit. La banque centrale devrait annoncer davantage de détails au sujet de ce programme en octobre.

Le levier a été considérablement réduit au sein du système financier européen. Le ratio actifs/fonds propres du secteur bancaire est passé de 18 en 2008 à 12,5 en 2014. Les banques sont donc plus à même d'augmenter leurs prêts conformément aux objectifs de la BCE. Nous prévoyons, pour 2014, une croissance du PIB réel de 0 % à 1,0 % en Europe. Si les mesures prises par la BCE pour désengorger les marchés du crédit portent fruit, la croissance devrait progressivement s'accélérer en 2015.

Nos perspectives sur l'économie européenne sont tempérées par les risques d'instabilité dus aux tensions croissantes entre l'Ukraine et la Russie. Bien que la part de l'Europe dans les exportations vers la Russie soit relativement faible (elle varie de 1 % à 3 % selon les pays), plusieurs nations sont fortement dépendantes des importations en provenance de Russie, notamment au chapitre de l'énergie. Par exemple, la Russie fournit respectivement 18 %, 23 % et 24 % des importations de pétrole et de gaz de l'Allemagne, des Pays-Bas et de l'Italie. L'incertitude générale créée par ce conflit nuit à la reprise naissante en Europe. Les événements géopolitiques sont difficiles à prévoir et à analyser. Cependant, les séries de sanctions successives contre la Russie pourraient favoriser un changement d'attitude en raison de la détérioration des conditions économiques dans le pays. L'inflation globale a grimpé à 7,5 % et l'inflation des produits alimentaires dépasse 10 %. Le rouble s'est déprécié d'environ 10 % par rapport au dollar américain depuis le déclenchement de l'intervention militaire, et la banque centrale a été forcée de relever ses taux d'intérêt. L'économie russe est manifestement en train de ralentir et se trouve probablement à l'aube d'une récession. Une détérioration prolongée sera de plus en plus difficile à supporter, ce qui pourrait amener le pays à assouplir sa position en matière de politique étrangère.

Graphique 3

**Emprunt du secteur privé en Europe  
(% variation annuelle)**

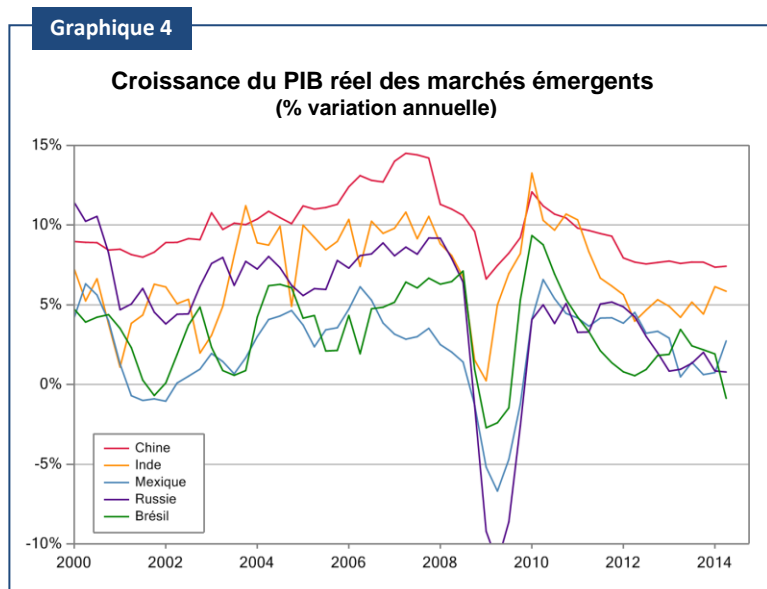


Source: BCE

## Les marchés émergents connaissent un passage à vide

Du côté des pays émergents, l'activité économique est mitigée. Certains pays en développement souffrent d'un ralentissement cyclique, tandis que d'autres continuent de connaître une croissance soutenue (graphique 4). Le FMI prévoit que les marchés émergents enregistreront une croissance réelle de 4,4 % en 2014 et de 5,0 % en 2015, soit plus de deux fois le taux des marchés développés.

Dans nos *Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers* de septembre 2013, nous écrivions que les risques potentiels pour la reprise mondiale incluaient une décélération de la



croissance des marchés en développement. Face à la fuite des capitaux étrangers et à la forte inflation, les banques centrales de plusieurs pays émergents ont augmenté leurs taux d'intérêt au prix d'un ralentissement de leur croissance. Le Brésil, par exemple, a relevé ses taux de 7,5 % à 11 % alors que l'inflation a atteint 6,5 % et que le pays est entré en récession au deuxième trimestre.

Même si la faible croissance de plusieurs pays émergents s'explique par des facteurs cycliques, nous restons d'avis que les fondamentaux à long terme de ces pays offrent un potentiel de rendement solide, car leur économie se développe progressivement et leur niveau de vie continue de s'améliorer.

## Conclusion : les actions sont préférables aux obligations

L'indice MSCI Monde a connu une baisse d'environ 4 % en dollars canadiens entre le 1er et le 15 octobre, quoiqu'il demeure à la hausse de 4,2 % depuis le début de l'année (en dollars US, le rendement pour l'année à date est de -2%). Le recul des marchés de ces dernières semaines ne devrait pas surprendre étant donné le rendement cumulé de 50 % généré de janvier 2013 à septembre 2014. La convergence de plusieurs facteurs a miné la confiance des investisseurs. La faiblesse de la production industrielle en Allemagne a entraîné une remise en question de la reprise en Europe. Une légère diminution de la consommation mondiale de pétrole au cours des trois derniers mois, accompagnée d'une modeste augmentation de la capacité de production, ont provoqué une baisse marquée des prix du pétrole brut. Finalement, les craintes d'une propagation de l'épidémie d'Ebola ajoutent aux inquiétudes des investisseurs.

Nous sommes d'avis que le pessimisme actuel des investisseurs est axé sur des facteurs temporaires. Tel que noté précédemment, nous anticipons une amélioration de la croissance mondiale, menée par les États-Unis. Bien que l'Europe demeure affectée par des tensions géopolitiques et par la morosité de la confiance des entreprises, les mesures de détente monétaire devraient desserrer les conditions de crédit et améliorer les perspectives de croissance.

Notre stratégie d'investissement demeure inchangée. Les bénéfices des entreprises sont appelés à augmenter, ce qui soutiendra les cours futurs des actions. Les valorisations boursières sont raisonnables. D'après les estimations de Bloomberg concernant la croissance des bénéfices aux États-Unis en 2015, le ratio cours/bénéfice de l'indice S&P 500 est de 13,9. Selon des estimations semblables de la croissance des bénéfices au Canada, en Europe et en Asie, les indices S&P/TSX, Stoxx Europe

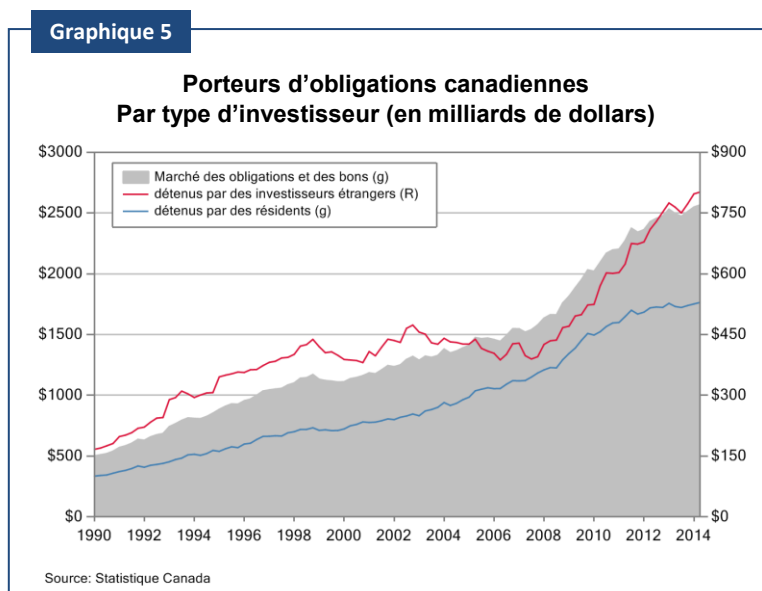
600 et MSCI Asie-Pacifique se négocient respectivement à 13,3 fois, 12,4 fois et 11,7 fois les bénéfices. Nos portefeuilles d'actions mondiales, qui sont investis dans tous les secteurs de l'économie, affichent une valorisation favorable, à environ 13 fois les bénéfices de 2015.

Depuis le début de l'année, les prix des obligations canadiennes ont progressé et l'indice obligataire universel FTSE TMX a dégagé un rendement global de 5,9 %. Le taux de l'obligation d'État à 10 ans est passé de 2,77 % au début de l'année à 2,10 % à la fin de septembre, ce qui peut surprendre vu que l'économie s'est améliorée et que l'inflation s'élève à 2,1 %. Aux niveaux actuels, nous sommes convaincus que les prix des obligations sont déconnectés de leurs fondamentaux, ce qui soulève la question de savoir qui achète des obligations et pourquoi.

La répartition des achats d'obligations par type d'investisseur révèle que les placements totaux des investisseurs canadiens n'ont pratiquement pas varié. Les investisseurs étrangers, en revanche, ont nettement accru leurs achats d'instruments à revenu fixe depuis 2008. Le rythme des achats a ralenti en 2013, ce qui a été accompagné d'une hausse des taux, mais a néanmoins repris en 2014. Au cours du seul premier semestre de cette année, les investisseurs étrangers ont acheté 85 % de la quantité totale d'obligations et de bons du Trésor canadiens qui a été achetée l'année dernière (graphique 5).

Lorsqu'on essaie de prévoir l'orientation future des taux d'intérêt, il est extrêmement difficile d'évaluer la direction, la taille et le calendrier des flux de capitaux étrangers. Cette demande s'explique par le manque de solutions de placement de rechange ailleurs ou par des facteurs autres que l'évaluation de la juste valeur de l'actif. Nous réitérons que les déterminants sous-jacents des taux obligataires sont la croissance économique et l'inflation prévue. Les taux à long terme au Canada subiront des pressions à la hausse pour s'ajuster à une économie mondiale en expansion. Si les obligations continuent d'être soutenues par les entrées de capitaux étrangers, leur rendement attendu sera de plus en plus érodé par l'inflation. Le taux de l'obligation d'état de référence à 10 ans est de 2,1 %, soit à peu près le taux d'inflation prévu à long terme, ce qui suggère que le gain de pouvoir d'achat découlant de la détention de cette obligation est nul. De plus, lorsque les flux de capitaux étrangers commenceront à s'inverser, l'incidence négative sur les taux pourrait être soudaine et considérable.

Les obligations sont un placement peu intéressant et justifient une durée très courte dans nos portefeuilles. Nous continuons de privilégier les instruments de bonne qualité et sous-pondérons cette catégorie d'actif dans le cadre de nos mandats équilibrés.



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.