

Letko, Brosseau & Associés Inc.

Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

Septembre 2015

Sommaire

- Des inquiétudes concernant le ralentissement de l'économie chinoise a miné la confiance des investisseurs et conduit l'indice MSCI Monde à reculer de 10 % entre juillet et septembre. Malgré cette décélération, la Chine continue de croître. Il faudra un certain temps pour que les mesures de relance et les réformes du gouvernement amortissent les effets du réajustement et évitent une dégradation plus marquée.
- La faiblesse des taux d'intérêt, la modestie de l'inflation et le bas prix du pétrole contribuent à l'établissement d'un contexte macroéconomique d'accommodement. Les États-Unis comme l'Europe restent sur une trajectoire montante. Nous estimons que l'économie mondiale progressera de 3 à 3,5 % pour les deux à trois prochaines années.
- La croissance des bénéfices des entreprises américaines sera probablement nulle en 2015 en raison du repli du secteur du pétrole et du gaz et de la hausse du dollar, qui ampute la valeur des bénéfices réalisés à l'étranger. Avec l'atténuation progressive de l'impact de ces deux facteurs, une reprise de la croissance des bénéfices est généralement attendue. Sur cette base, le S&P 500 se négocie à 16,7 fois les bénéfices de 2015 et à un ratio raisonnable de 15,1 fois les bénéfices de 2016.
- Nous restons convaincus que les placements en obligations à long terme ne sont pas avantageux pour l'instant. La durée du portefeuille obligataire demeure très courte dans l'attente d'un moment plus opportun pour l'achat de titres de plus longues échéances.
- Les actions continuent d'offrir un profil risque/rendement bien supérieur à celui des obligations.

La récente volatilité du marché boursier est imputable aux inquiétudes suscitées par la Chine

Le S&P 500 a enregistré des corrections d'environ 10 % ou plus à pas moins de cinq reprises entre mars 2009 et septembre 2015. Durant la même période, le capital investi sur les marchés boursiers mondiaux a plus que doublé. Les actions américaines ont gagné cumulativement 176 % et les marchés boursiers canadiens et européens ont progressé de 84 % et 143 % respectivement, en monnaies locales.

Cette performance solide est la conséquence d'une progression de la rentabilité des entreprises, mais les valorisations ont également joué un rôle à cet effet. En fait, la baisse de 10 % de l'indice MSCI Monde depuis juillet s'est manifestée sur fond de valorisations quelque peu onéreuses. Dans nos précédentes *Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers*, nous avons mentionné qu'avec un ratio de 17,9 fois les bénéfices, le S&P 500 se négociait largement au-dessus de sa moyenne à long terme de 14,4 fois. Même s'il ne s'agit pas d'un niveau excessif, surtout dans ce contexte de taux d'intérêt extrêmement faibles, nous avons précisé que les actions américaines étaient néanmoins vulnérables aux imprévus.

Le facteur déclencheur de la récente volatilité du marché semble être la situation actuelle en Chine. La correction du marché boursier chinois, la dévaluation du yuan et la baisse des réserves de devises ont exacerbé les craintes d'une dégradation rapide de cette économie. Il est particulièrement difficile d'évaluer avec exactitude l'état de l'économie chinoise étant donné la qualité douteuse des statistiques officielles. Malgré tout, notre analyse, qui s'appuie sur ces données et sur nos propres recherches, montre un ralentissement de l'activité et non pas un effondrement. La question est de savoir si cette détérioration se poursuivra et si les réformes et les mesures de relance mises en place par les autorités peuvent stabiliser l'économie et rétablir la confiance.

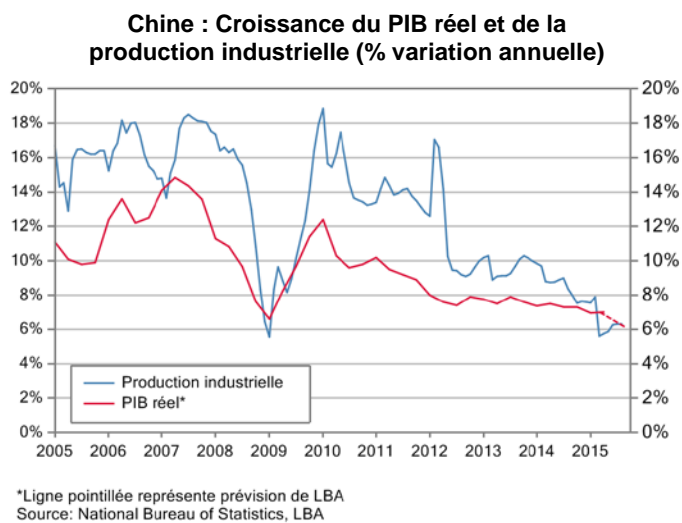
Évolution possible de l'économie chinoise : rééquilibrage ou effondrement?

Dans l'édition du T1 2014 de nos *Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers*, nous avons fait le point sur deux facteurs de risque pouvant affecter la croissance chinoise. Premièrement, durant la longue période d'investissements massifs en immobilisations, d'importants capitaux ont été affectés dans des projets improductifs ou non économiques. Deuxièmement, l'apparition d'un système financier parallèle (le fameux « shadow banking ») a permis à des emprunteurs de qualité douteuse de se procurer des fonds importants et les prêteurs ont subi de lourdes pertes à la suite de la multiplication des faillites, notamment dans le secteur de la promotion immobilière.

Durant les 18 derniers mois, les autorités chinoises se sont efforcées de résorber ces déséquilibres en libéralisant le secteur financier, en réformant le financement des gouvernements locaux et en s'attaquant à la corruption. Ces réformes permettront d'établir des structures économiques beaucoup plus saines, mais elles contribuent entre-temps à freiner le crédit, la consommation et la construction résidentielle.

La consommation des ménages chinois a ralenti et ne croît plus qu'à un rythme annuel de 3%, bien que les revenus des particuliers affichent toujours une saine progression de 8 %. La croissance des ventes d'automobiles est passée en territoire négatif en juin et un sondage auprès de 200 grands détaillants révèle que les ventes au détail n'ont progressé que médiocrement de 2 % en taux annualisé sur les neuf

Graphique 1



2014, à 6 % (graphique 1). L'indice des directeurs des achats (PMI), indicateur de l'activité manufacturière, a chuté à 47,3 en août, confirmant ainsi le ralentissement de la production. Par contre, le secteur des services reste robuste. L'indice PMI des services, qui est le plus représentatif de l'activité de ce secteur, reste au-dessus de la barre des 50 et le trafic aérien de passagers a connu une hausse de 17 % par rapport à l'année dernière. On rapporte également que *mensuellement*, 20 millions de Chinois s'abonnent ou passent à des forfaits de données 4G plus coûteux.

Dans la même veine, nos propres indicateurs montrent que l'économie ralentit, sans toutefois s'effondrer. Au total, environ 2 500 entreprises chinoises cotées en bourse indiquent que leur chiffre d'affaires n'a pas progressé au premier et au deuxième trimestre de cette année. Notre modèle de croissance chinoise, qui s'appuie sur divers paramètres d'évaluation de la consommation, des investissements et des dépenses de l'État, indique un taux d'expansion de 4 à 5 % sur les neuf premiers mois de l'année, contre 7 % en 2014.

Bien que les autorités chinoises aient adopté une approche progressive, nous considérons que les diverses mesures visant à contrer la baisse d'activité sont appropriées. En cumul annuel, les dépenses de l'État sont en hausse de 15 % par rapport à l'an dernier, ce qui représente 208 milliards de dollars supplémentaires de relance budgétaire. Sur le plan monétaire, les réserves que doivent maintenir les banques ont été réduites de 200 points de base et le taux des prêts à un an a été ramené de 6 % à la fin de 2014 à 4,6 % à la fin de septembre. L'État a également injecté 110 milliards de dollars dans le secteur bancaire public pour renforcer sa base de capital et encourager le crédit.

Il faudra un certain temps pour que les initiatives du gouvernement chinois portent fruit. À l'heure actuelle, il est difficile de déterminer si les déséquilibres qui affectent la Chine nécessitent des assouplissements monétaires plus marqués, une plus large ouverture du marché des capitaux, de nouveaux ajustements de la valeur de la monnaie ou encore un plus grand soutien du système financier. Bien que l'économie ne montre encore aucun signe de reprise, il est toutefois prématuré de projeter le ralentissement actuel sur l'avenir. Les fondamentaux économiques à long terme du pays restent solides et le risque d'un effondrement financier est faible. La Chine n'a pas de dette extérieure nette et possède des réserves de devises de 3 500 milliards de dollars.

derniers mois. Dans l'immobilier résidentiel, la construction de logements s'est contractée de 17,6 % en août par rapport à l'année précédente. Le crédit se développe toujours à plus de 10 %, mais décélère depuis l'introduction des mesures de contrôle du système bancaire parallèle. La croissance du crédit est passée de 18 % en 2013-2014 à 12 % en juillet cette année, au plus bas des 10 dernières années.

L'investissement non résidentiel, pilier traditionnel de l'économie chinoise, montre également des signes de faiblesse. La production industrielle est passée de 9 %, en glissement annuel en

La situation mondiale reste plus positive que négative

Même si nous pensons que le résultat le plus probable de la situation actuelle sera une modération du taux de croissance chinois, un fléchissement plus important de cette économie risquerait d'avoir des effets négatifs sur les pays qui tablent sur leurs flux commerciaux et financiers avec la Chine. La Chine représente 12 % du commerce mondial et ses importations ont diminué avec le ralentissement de son économie. L'Australie exporte 34 % de sa production de biens et services vers la Chine et les exportations de la Corée à destination de la Chine représentent le quart de ses échanges commerciaux. Le marché chinois absorbe 18 % des exportations du Brésil et du Japon et environ 10 % de celles de plusieurs pays asiatiques dont la Malaisie, la Thaïlande et l'Indonésie.

Le ralentissement éventuel de certaines économies asiatiques et émergentes pourrait avoir des répercussions sur l'activité économique mondiale. Malgré tout, il est peu probable que cette situation conduise à une détérioration significative de la trajectoire de croissance des principaux marchés développés. Premièrement, les échanges commerciaux ne représentent qu'une faible portion de l'activité économique dans la majorité des pays développés et leur exposition au marché chinois est limitée. Par exemple, les exportations des États-Unis à destination de la Chine ne représentent que 8 % du total exporté, contre 4 % pour la zone euro et 4 % pour le Canada.

En deuxième lieu, les États-Unis et l'Union européenne, qui comptent ensemble pour 46 % de l'activité mondiale, constatent une amélioration de la croissance, et l'Amérique reste le moteur de l'économie planétaire. Depuis le début de l'année, l'économie des États-Unis a créé en moyenne 200 000 emplois par mois, ce qui engendre une croissance des revenus disponibles de 3,6 %. Au deuxième trimestre, le PIB réel a progressé de 2,7 % par rapport à l'année précédente, contre seulement 2,1 % durant la même période de 2014. L'économie semble en voie d'atteindre un taux de croissance réelle de 2,5 % cette année, et notre scénario de base prévoit 2,5 à 3 % pour 2016.

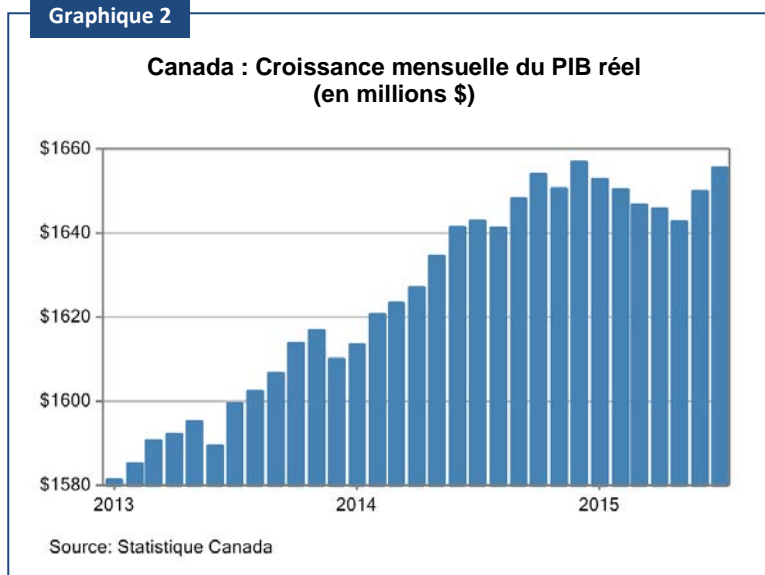
L'Europe continue de se rétablir avec un PIB réel en hausse de 1,5 % en glissement annuel au T2. L'Espagne affiche 3,1 %, l'Allemagne 1,6 % et la France 1 %. Appuyée par les nombreuses mesures de relance de la Banque centrale européenne (BCE), la croissance du crédit est finalement passée en territoire positif au T2, et les chiffres du mois d'août indiquent une hausse de 0,8 %. Nous prévoyons que la zone euro verra sa croissance progresser d'environ 1,5 % cette année et la suivante.

Troisièmement, la faiblesse des taux d'intérêt, la modestie de l'inflation et le bas prix du pétrole contribuent généralement à l'établissement d'un contexte macroéconomique d'accommodement. La chute des prix pétroliers se révélera bénéfique pour l'économie mondiale, même si les pays exportateurs de pétrole, dont le Canada, se ressentent de cet ajustement.

Au Canada, la croissance a été légèrement négative au T1 et au T2 en raison de la contraction des investissements dans le secteur énergétique. La baisse du dollar canadien semble en revanche commencer à faire sentir ses effets. En juin et juillet, l'économie a rebondi avec l'amélioration de la balance commerciale et, en août, les exportations hors énergie étaient en hausse de 10 % en glissement annuel (graphique 2).

Nous maintenons nos prévisions d'une croissance économique modeste au Canada, avec un PIB réel qui devrait progresser de 1,5 % cette année et la suivante.

Graphique 2



Nous restons positifs quant à la balance entre risques et opportunités au niveau mondial. Même si la crainte d'un ralentissement des marchés émergents imputable à la décélération continue de l'activité économique en Chine ne peut être sous-estimée, nous pensons que le risque d'une récession mondiale est faible.

Les principaux déséquilibres qui prévalaient aux États-Unis et en Europe ayant été en grande partie corrigés, les économies développées devraient progresser d'environ 2 % en 2015 et de 2 à 2,5 % en 2016. La Chine s'attaque maintenant à ses propres déséquilibres

et, de ce fait, la croissance mondiale restera vraisemblablement positive quoique modeste. Si l'on table sur une stabilisation de l'expansion chinoise aux environs de 6 %, si la situation du Brésil et de la Russie commence à s'améliorer en 2016 et si l'Inde maintient un rythme soutenu, notre scénario de base indique que les marchés émergents afficheront un taux de croissance double de celui des pays développés. Dans l'ensemble, nous estimons que l'économie mondiale progressera de 3 à 3,5 % durant les deux à trois prochaines années.

Le point sur les marchés pétroliers

Le prix du pétrole a varié entre 45 et 60 \$ le baril l'année dernière, lorsque l'équilibre du marché a été rompu par une offre excédentaire. Aux cours actuels, le prix du pétrole est inférieur au prix de revient de nombreux producteurs. Les investissements des sociétés pétrolières, principalement nord-américaines, ont été comprimés d'environ 30 % cette année.

Des chiffres récents montrent que cette situation commence à affecter la production pétrolière qui, simultanément à une hausse de la demande, s'ajuste pour rétablir l'équilibre du marché. La production américaine a chuté d'environ 500 000 barils/jour durant les cinq derniers mois et devrait continuer de baisser. Parallèlement, au deuxième trimestre, la demande mondiale a vigoureusement progressé de 2,4 millions de barils/jour par rapport à l'année précédente, ce qui porte la consommation mondiale à 95 millions de barils/jour. Malgré tout, l'excédent de l'offre mondiale de pétrole n'a pas diminué puisque les pays de l'OPEP, notamment l'Arabie saoudite et l'Irak, ont accru leur production. À moins d'investissements supplémentaires substantiels, ces pays produisent désormais à leur pleine capacité, face à une demande mondiale qui devrait rester robuste. Nous restons persuadés que la très légère capacité excédentaire, la baisse de la production nord-américaine ainsi que le maintien de la demande mondiale contribueront à exercer des pressions à la hausse sur les prix du pétrole à moyen terme.

Sommaire des placements : établir un équilibre approprié entre les risques et les rendements

Le contexte macroéconomique reste largement favorable à la rentabilité des entreprises à moyen terme. La faiblesse récente des cours boursiers ne doit pas faire oublier la valeur fondamentale des sociétés

qui composent nos portefeuilles d'actions. En moyenne, ces titres se négocient à des cours très raisonnables de 12,3 fois les bénéfices de 2016.

Des possibilités de placement se présentent dans différents secteurs et zones géographiques, même si la trajectoire de la deuxième économie du monde reste incertaine. Par exemple, parmi les récents ajouts au portefeuille figure Oracle, société technologique de classe mondiale qui fournit du matériel et des logiciels spécialisés aux entreprises pour la gestion des bases de données. Nous avons également ajouté le titre de Merck, laboratoire pharmaceutique de premier plan qui développe des vaccins ainsi que des médicaments destinés à la lutte contre les maladies cardiovasculaires et le cancer. Ce ne sont que deux exemples des nombreuses occasions qui, à notre avis, permettront de rétribuer à long terme les investisseurs patients.

Nous estimons que le risque d'une forte correction de prix est beaucoup plus marqué sur le marché obligataire, en raison des valorisations excessives atteintes au cours de cette période prolongée de faibles taux d'intérêt. Même de légères augmentations de taux pourraient provoquer des pertes notables sur les instruments à revenu fixe. Au cours des six derniers mois, une hausse modeste de 8 points base des taux obligataires à 10 ans et un élargissement de 35 points de base des écarts de crédit pour les titres cotés A ont suffi à faire basculer les rendements en territoire négatif pour la plupart des obligations. L'indice obligataire universel FTSE DEX a perdu 1,6 %. Les obligations de sociétés ont chuté de façon encore plus marquée que les obligations gouvernementales et ce, pour toutes les échéances. Entre la fin-mars et la fin-septembre, le rendement total des obligations de sociétés venant à terme dans plus de 10 ans a été de -5,1 %, comparé à -4,6 % pour les titres d'État. Nos portefeuilles de revenu fixe étant investis en obligations gouvernementales canadiennes de haute qualité et assorties d'échéances relativement courtes, le capital a été préservé et nous avons évité de telles pertes.

Depuis quelques années, les obligations et les titres de sociétés à long terme se sont négociés à des valorisations excessives, offrant des rendements médiocres sur une base absolue et un rendement supplémentaire minime par rapport aux obligations à court terme de haute qualité. Nous avons par conséquent choisi de déployer nos placements là où le risque est le mieux rémunéré.

En ce qui concerne la répartition des portefeuilles, nous avons donc augmenté la pondération des actions et appliqué une stratégie de préservation du capital pour les placements à revenu fixe. Cette stratégie a largement porté fruit ces dernières années et devrait continuer de donner de bons résultats à l'avenir.

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

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.