



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

Montréal Siège social

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

Bureau de Toronto

145, rue King Ouest
Bureau 2101
Toronto (Ontario) M5H 1J8
Tél. : 647 426-1987
800 307-8557

Bureau de Calgary

355-4th Avenue S.W.
Bureau 800
Calgary, Alberta T2P 0J1
Tél: 587-350-1706
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

- L'économie mondiale prend de la vigueur et affiche une croissance synchronisée. Selon nos prévisions, le PIB réel devrait progresser de 3,5 % en 2017 et 3,6 % en 2018.
- Toutes les grandes économies connaissent une reprise soutenue de l'activité. Devant la tournure positive des fondamentaux, la Réserve fédérale américaine et la Banque du Canada ont commencé à resserrer leurs taux directeurs.
- Le pétrole est resté en retrait de la remontée du prix des autres produits de base. À notre avis, les prix pétroliers monteront progressivement dans un contexte où le renforcement de la demande et le taux d'épuisement naturel des puits actuels rendront nécessaire l'exploitation de nouvelles sources d'approvisionnement.
- La conjoncture macroéconomique soutient la croissance des bénéfiques et reste donc favorable aux actions. Cependant, les valorisations boursières se situent à l'extrémité supérieure des fourchettes de juste valeur, notamment aux États-Unis. La discipline au niveau des cours et le choix prudent des titres demeurent donc essentiels.
- Au stade actuel du cycle économique, des pressions inflationnistes commencent habituellement à s'exercer. Les porteurs d'obligations à long terme courent ainsi le risque de pertes importantes. Nous conservons donc une courte durée et sous-pondérons cette catégorie d'actif dans les portefeuilles équilibrés.



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.

La croissance économique mondiale s'accélère

Aux **États-Unis**, le PIB réel a progressé de 2,2 % sur 12 mois au deuxième trimestre. Les dépenses de consommation, l'investissement non résidentiel et l'immobilier demeurent les moteurs de l'activité économique.

La consommation des ménages a augmenté de 4,3 % en termes nominaux sur un an, étayée par une création d'emplois soutenue et des hausses de salaire modérées. Il s'est créé en moyenne 160 000 emplois par mois durant les 12 mois terminés en août et le taux de chômage à l'échelle nationale s'établissait à 4,3 %. Le crédit à la consommation (y compris les prêts hypothécaires, prêts automobiles et cartes de crédit) s'est accru de 4,5 % sur un an au deuxième trimestre, la plus rapide expansion depuis la grande récession, stimulant davantage les dépenses de consommation.

Les investissements des entreprises ont monté de 5,3 % sur 12 mois au deuxième trimestre, tirés par des dépenses robustes au titre des structures. Les investissements pétroliers et gaziers, y compris la construction de nouvelles installations de forage, ont bondi de 72,1 %. Hors énergie, les investissements dans les structures ont grimpé de 3,0 % sur un an, dopés par une forte croissance dans les secteurs de la construction de nouveaux bureaux (+10,3 %). Toujours sur un an, les investissements dans les machines et le matériel et la R-D sont demeurés fermes, affichant une progression respective de 3,6 % et 4,0 %. La tendance haussière des bénéfices des sociétés laisse entrevoir une poursuite de l'expansion vigoureuse des dépenses en immobilisations.

Récemment, la croissance de la construction de logements a ralenti. En moyenne annualisée, il s'est construit 1,2 million de maisons durant les trois mois terminés en juin, en hausse d'à peine 0,8 % par rapport à la même période l'an dernier. Néanmoins, les investissements résidentiels affichent une hausse de 5,7 % sur un an au deuxième trimestre, essentiellement en raison d'une progression de 9,1 % de la construction de maisons unifamiliales plus coûteuses.

Notre scénario de base prévoit que le PIB réel des États-Unis augmentera de 2,5 % en 2017 et en 2018. Ceci ne prend pas en compte le surcroît de stimulation fiscale prévu par l'administration Trump, qui propose de réduire fortement le taux d'imposition des sociétés actuellement fixé à 35 %. Une telle mesure augmenterait de façon significative les bénéfices des entreprises. L'économie américaine pourrait croître plus rapidement si les projets de réforme fiscale, de déréglementation et/ou de dépenses d'infrastructure se réalisent.

Au **Canada**, la croissance a été plus volatile qu'aux États-Unis. Après avoir chuté sous le poids de la baisse marquée des prix pétroliers en 2015, elle a fortement rebondi. Le PIB réel a progressé de 3,7 % sur un an au deuxième trimestre, tiré par la résurgence des investissements pétroliers et gaziers, la faiblesse du huard et la vigueur des dépenses de consommation et du secteur du logement.

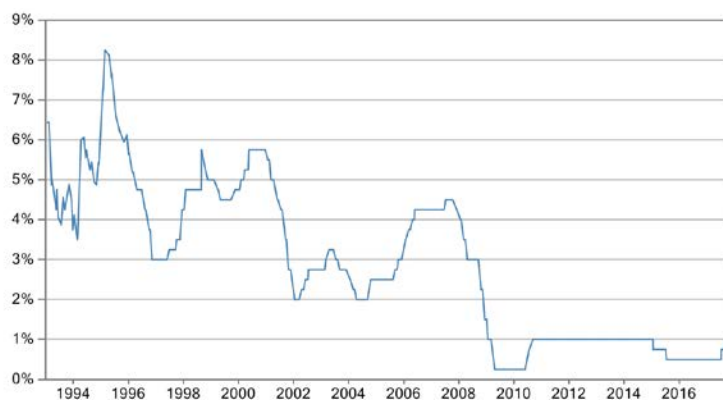
Le revenu disponible a augmenté de 5,3 % sur un an en juin, procurant une assise solide à la consommation des ménages. La hausse de la valeur nette des ménages (+6,5 %) et du crédit à la consommation (+5,6 %) a contribué à doper les dépenses de consommation au deuxième trimestre. La progression des ventes au détail s'est accélérée, à la hausse de 7,8 % en juillet comparé à la même période l'an dernier.

Les investissements des entreprises ont monté pour la première fois en plus de deux ans, gagnant 2,2 % sur un an au deuxième trimestre. Les bénéfices après impôt des sociétés ont bondi de 27,9 % durant cette période, laissant entrevoir la poursuite du redressement des dépenses en immobilisations. Sur le plan du commerce international, les exportations de biens et services étaient en hausse de 13,7 % sur un an, soutenues par l'augmentation des prix du pétrole, tandis que les importations se sont accrues de 8,9 %. La balance commerciale s'est améliorée, passant de -66 milliards de dollars au deuxième trimestre de 2016 à -43 milliards au deuxième trimestre de 2017.

Au pays, le secteur du logement a crû de 5,4 % sur un an au deuxième trimestre. À Toronto, les mesures prises par le gouvernement ontarien en avril pour calmer le marché immobilier se sont récemment traduites par une nette diminution des ventes de maisons, en baisse de 35 % durant les trois mois terminés en août par rapport à la même période l'an dernier. Cependant, à l'échelle du pays, la construction de logements a continué d'augmenter pour atteindre le chiffre annualisé de 219 000 en août, en hausse de 9,8 % sur 12 mois, tandis que les prix des logements ont grimpé de 13,8 % durant la même période.

Graphique 1

Canada – Taux cible du financement à un jour
(en %)



Source: Banque du Canada

La vigueur de l'économie canadienne a incité la Banque du Canada à relever le taux cible du financement à un jour à deux reprises durant le deuxième trimestre, le faisant passer de 0,5 % à 1,0 % (graphique 1). La hausse progressive des taux d'intérêt devrait freiner le marché surchauffé du logement, sans toutefois le faire s'effondrer. Malgré ces hausses, la politique monétaire reste extrêmement stimulante. Le taux cible de la Banque du Canada n'a remonté qu'au niveau qui prévalait entre 2010 et le début de 2015. Il est peu probable que cela fasse dérailler le redressement cyclique de l'économie. La progression de l'emploi et des salaires réduit la possibilité de

ventes forcées sur le marché domiciliaire. Comme nous l'indiquions dans nos *Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers* de juin 2017, les banques canadiennes sont bien capitalisées et leur exposition aux prêts hypothécaires ne constitue pas un risque systémique pour l'économie. Les prêts hypothécaires plus risqués sont assurés par un organisme public, la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL). Le pays se trouve dans une position budgétaire enviable, avec une dette et un déficit peu élevés.

Nous prévoyons que l'expansion du PIB réel au Canada se situera entre 2,5 % et 3,0 % en 2017. À moyen terme, la croissance économique devrait fléchir autour de 2 % à mesure que les ménages canadiens modèrent leurs dépenses et que diminue la contribution du marché du logement.

L'activité économique s'accélère également en **Europe**. Le PIB réel de la zone euro a gagné 2,3 % sur un an au deuxième trimestre, sa croissance la plus rapide depuis 2010. La progression a été de 3,1 % en Espagne, 2,1 % en Allemagne, 1,8 % en France et 1,5 % en Italie. Elle a atteint 2,9 % au Portugal et 0,8 % en Grèce, deux des pays les plus durement touchés par la crise de la dette européenne. Nous nous attendons à une expansion d'environ 2,0 % dans la zone euro en 2017 et 2018. Le Royaume-Uni connaîtra quant à lui une croissance plus faible, de 1,7 % en 2017 et 1,5 % en 2018, alors que le Brexit pèsera sur l'activité économique.

Ailleurs dans le monde, le FMI projette une croissance du PIB réel au **Japon** de 1,3 % cette année alors que les **pays émergents** connaissent une reprise soutenue de l'activité économique. La région devrait enregistrer collectivement une croissance de 4,6 % en 2017 et 4,8 % en 2018. Le FMI s'attend à ce que le PIB réel gagne 1,9 % au Mexique, 6,7 % en Chine et 7,2 % en Inde. Le Brésil et la Russie devraient renouer avec la croissance en 2017 après deux ans de contraction.

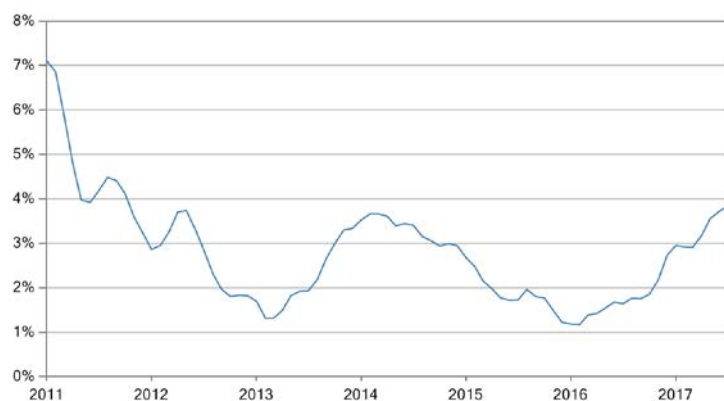
On prévoit que le PIB réel mondial croîtra de 3,5 % en 2017 et 3,6 % en 2018, contre une progression de 3,2 % en 2016.

Le pétrole reste en retrait de la remontée des autres produits de base

La production industrielle mondiale est en hausse (graphique 2). Les investissements des entreprises prennent de l'ampleur dans la majorité des économies avancées après une longue période de croissance décevante. Dans les pays émergents, tant les investissements des entreprises que les investissements dans les infrastructures publiques sont en forte expansion. Cette conjoncture a stimulé la demande de

Graphique 2

Production industrielle mondiale
(% variation annuelle)



* Moyenne mobile sur trois mois. Source: Bureau néerlandais d'analyse des politiques économiques, CPB

produits de base industriels, faisant augmenter la production et les prix des métaux de base. Le cuivre a clôturé le troisième trimestre à 2,95 \$/lb, contre 2,20 \$/lb il y a un an (+34 %). Durant la même période, les prix du minerai de fer, du zinc et de l'aluminium ont monté de 34 %, 25 % et 23 % respectivement.

Le pétrole fait figure d'exception dans cette remontée des prix des produits de base. Le prix du baril de brut WTI se retrouve pratiquement au même niveau que l'an dernier. Cependant, une analyse de la dynamique du marché pétrolier fait penser que des pressions haussières pourraient bientôt commencer à s'exercer.

La demande mondiale de pétrole est restée ferme, augmentant en moyenne de 1,5 million de barils par jour (mb/j) par année entre 2009 et 2016. La

consommation totale de pétrole se situe aujourd'hui autour de 98 mb/j. L'atonie des prix s'explique par une offre excédentaire plutôt que par une demande insuffisante. Entre 2014 et 2016, l'excédent de production s'est établi en moyenne à 1,0 mb/j. Cependant, la baisse des prix ayant forcé les pétrolières à réduire leurs investissements, la production a commencé à se contracter dans les pays hors OPEP, y compris les États-Unis. La diminution de l'offre s'est accentuée après que les pays de l'OPEP ont convenu de réduire leur production en novembre 2016 (tableau 1).

Tableau 1 – Production, demande et stocks mondiaux de pétrole brut et de produits pétroliers

millions de barils/jour	T4'14	T1'15	T2'15	T3'15	T4'15	T1'16	T2'16	T3'16	T4'16	T1'17	T2'17	T3'17E	T4'17E
Demande	93,8	93,8	94,4	95,9	95,6	95,3	95,6	96,7	96,8	96,5	97,9	98,2	98,7
OCDE	46,3	46,6	45,6	46,9	46,5	46,7	46,0	47,3	47,4	46,7	46,2	47,2	47,2
Pays non OCDE	47,6	47,2	48,8	49,0	49,2	48,7	49,6	49,4	49,4	49,8	51,7	51,0	51,5
Production	95,2	95,3	96,5	97,2	97,4	96,6	96,0	97,0	98,3	96,7	96,9	97,2	98,0
Pays non OCDE	58,3	58,1	58,2	58,6	58,8	57,7	56,7	57,2	58,0	57,8	57,7	57,9	58,7
OPEP LGN	6,4	6,4	6,5	6,5	6,6	6,7	6,8	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
OPEP Brut	30,5	30,8	31,8	32,1	32,0	32,3	32,5	32,9	33,4	32,1	32,3	32,4	32,4
Solde : production - demande	1,4	1,5	2,1	1,3	1,8	1,3	0,4	0,3	1,5	0,2	-1,0	-1,0	-0,7
OCDE - Stocks de l'industrie (millions de barils)	2 704	2 789	2 878	2 954	2 986	3 014	3 054	3 060	2 985	3 045	3 021	2 930	2 866

Source: AIE, EIA et estimations de LBA

Actuellement, la demande mondiale de pétrole dépasse l'offre et le marché puise dans les stocks pour combler la différence. Nous croyons que ce déséquilibre va persister et commencer à exercer une pression haussière sur le prix du pétrole. La vigueur de l'économie mondiale continuant de soutenir la demande de pétrole, le renforcement de la demande et le taux d'épuisement naturel des puits actuels rendront nécessaire l'exploitation de nouvelles sources d'approvisionnement. Or, les prix actuels n'incitent pas les producteurs de pétrole à accroître leur production. À partir des coûts de projet et des contraintes financières de 50 des principales sociétés pétrolières et gazières du monde (comptant pour 80 % de la

production hors OPEP), nous estimons que le prix devrait approcher 70 \$/baril (40 % de plus que le niveau actuel) pour stimuler de nouvelles dépenses en immobilisations visant à augmenter l'offre. Nous nous attendons à ce que le prix du pétrole WTI se situe à 50 \$/baril en 2017, 60 \$/baril en 2018 et 70 \$/baril en 2019.

Un marché boursier qui récompense la sélection de titres

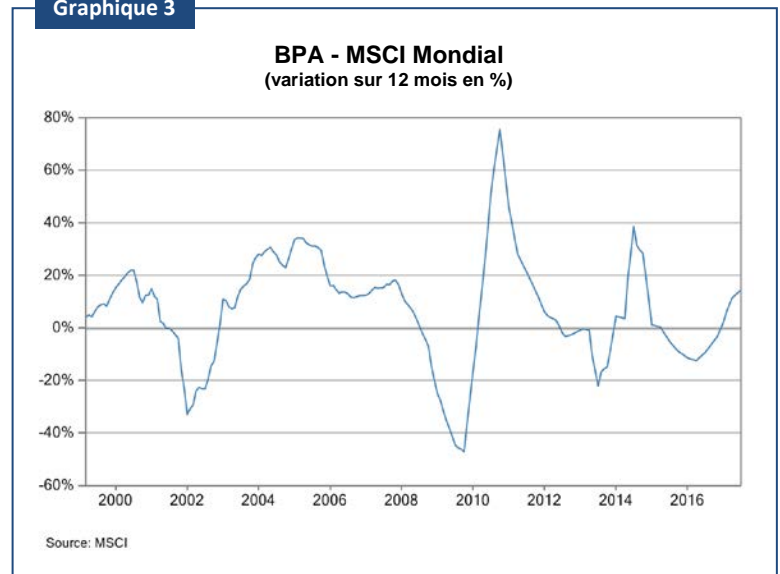
Pendant deux ans, l'atonie de la croissance économique et la faiblesse du secteur énergétique plombé par la baisse des prix du pétrole ont fait chuter les bénéfices. Cependant, les prix de l'énergie se sont maintenant relevés de leurs creux et la croissance économique mondiale s'accélère, d'où une stimulation des bénéfices qui a replacé les marchés boursiers sur une pente ascendante (graphique 3).

Bien que le dollar canadien se soit apprécié de 8,5 % depuis le début de l'année, le rendement global de l'indice MSCI Monde (en \$CA) a atteint 8,1 % durant la même période. Tous les grands indices boursiers sont en hausse : S&P 500 6,2 %, S&P TSX 4,4 %, DAX 15,8 %, CAC-40 16,9 %, FTSE-100 9,8 %, Nikkei 4,0 % et MSCI Marchés émergents 19,0 %.

Aux États-Unis, les ratios cours/bénéfice atteignent l'extrémité supérieure des fourchettes de juste valeur. Le S&P 500 se négocie à 19,1 fois les bénéfices de 2017, contre une moyenne à long terme de 15 fois. Les valorisations sont plus raisonnables ailleurs dans le monde, à 16,3 fois les bénéfices prévus au Canada, 15,5 fois en Europe, 13,9 fois au Japon et 13,7 fois dans les pays émergents si l'on compare les indices MSCI. Grâce à notre approche de sélection rigoureuse des titres et de diversification géographique et sectorielle, nos portefeuilles d'actions affichent une valorisation raisonnable de 14.1 fois les bénéfices estimatifs de 2017 et offrent un taux de dividende de 2.8 %.

Les fondamentaux de l'économie et des marchés évoluent comme nous l'avions prévu, mais la hausse des valorisations pourrait rendre les marchés boursiers vulnérables à des événements externes, comme une escalade des tensions géopolitiques avec la Corée du Nord et la montée du protectionnisme commercial. Devant ces risques, nous réduisons notre exposition aux sociétés qui ne disposent pas d'un coussin suffisant pour absorber un choc imprévu. Nous avons vendu des positions dont la valorisation avait beaucoup augmenté. De plus, nous privilégions les sociétés qui présentent à la fois une valorisation attrayante et un dividende intéressant. En raison de cette discipline, notre portefeuille détient des titres qui se négocient à un cours raisonnable tout en offrant de bonnes perspectives d'appréciation.

Graphique 3



Les obligations à long terme demeurent peu attrayantes

Les taux de rendement obligataires mondiaux ont grimpé au troisième trimestre, notamment au Canada où le taux de l'obligation fédérale à 10 ans a clôturé le trimestre à 2,1 %, contre 1,8 % fin juin et 1,7 % à la fin de 2016. L'indice universel FTSE TMX a perdu 1,3 % sur le trimestre et les obligations fédérales à 30 ans ont essuyé une perte de 6,1 %. Au fur et à mesure que l'activité économique continuera de s'accélérer et que les pressions inflationnistes s'accroîtront, les banques centrales vont continuer de resserrer leur politique monétaire, faisant courir le risque d'une nouvelle correction du prix des obligations à long terme. Malgré la hausse récente des taux de rendement, les titres à revenu fixe continuent d'offrir de médiocres

perspectives aux investisseurs, compte tenu des risques de taux d'intérêt et de crédit. Même dans le cas des obligations présentant un rendement plus élevé, le rapport risque-rendement penche en faveur des actions, comme l'illustre l'exemple suivant.

Le 13 septembre, Capital Power, producteur d'électricité établi au Canada et aux États-Unis et noté BBB (moins), a émis une obligation à sept ans à 4,28 %. Cette émission a suscité une forte demande de la part des investisseurs parce qu'elle offrait l'un des taux les plus élevés sur le marché des obligations de sociétés canadiennes de bonne qualité. En plaçant 100 \$ dans cette obligation et en conservant le titre jusqu'à l'échéance, un investisseur obtiendrait un rendement de 4,28 % par année.

Ceci peut sembler intéressant, mais considérons maintenant une alternative permettant de profiter du même rendement à moindre risque. Puisque Capital Power verse un taux de dividende de 6 % couvert par des flux de trésorerie stables qui s'appuient en majorité sur des contrats à long terme, il est possible d'obtenir un rendement annuel de 4,28 % en investissant 58 \$ dans les actions de Capital Power et en équilibrant ce risque par un placement de 42 \$ dans des obligations provinciales à trois ans de grande qualité à 1,95 % (renouvelées à l'échéance).

Pourquoi choisir la seconde option? Parce que si l'on est optimiste à l'égard des perspectives de Capital Power, elle procure le même rendement que la première option moyennant un risque moins élevé, avec un potentiel de hausse à la clé. Premièrement, elle élimine le risque de taux d'intérêt vu la courte durée des obligations provinciales. Deuxièmement, elle réduit le risque de crédit puisque plus de 40 % du capital du portefeuille est protégé par des obligations d'État. Dans l'éventualité d'une faillite, le porteur des obligations de Capital Power ne bénéficierait pas d'une telle protection. Finalement, dans un scénario plus probable où la société continue d'accroître ses bénéfices, seuls les détenteurs d'actions profiteront de l'appréciation du cours du titre pendant cette période.

Cet exemple illustre la raison pour laquelle nous continuons de préférer les actions choisies avec soin aux obligations au sein des portefeuilles équilibrés et évitons toute exposition aux titres à revenu fixe à long terme.

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