

PERSPECTIVES SUR LA CONJONCTURE ÉCONOMIQUE ET LES MARCHÉS FINANCIERS

JUILLET 2020

- L'injection de milliers de milliards de dollars dans l'économie a permis d'éviter une crise financière généralisée. Ces mesures de relance, et les progrès réalisés sur le plan des traitements et d'un vaccin, nous font penser que les pires conséquences économiques de la pandémie sont peut-être derrière nous.
- L'économie commence à donner des signes encourageants. Nous pensons que le creux de la récession aura été touché au deuxième trimestre. Vu l'ampleur des programmes de relance à l'échelle mondiale, l'année 2021 pourrait être dynamique.
- Globalement, le FMI prévoit que l'économie mondiale se contractera de 4,9 % en 2020 et croîtra de 5,4 % en 2021, trajectoire correspondant à notre scénario de reprise en U.
- Les marchés boursiers mondiaux ont rebondi au deuxième trimestre, stimulés par les avancées médicales, l'allègement du confinement à travers le monde et les programmes de relance massifs.
- Nous réinvestissons progressivement les liquidités de notre portefeuille d'actions pour saisir les occasions d'acquérir des titres de qualité à un prix inférieur à leur valeur intrinsèque.
- Les taux obligataires touchant des creux historiques, notre portefeuille de titres à revenu fixe se tient loin des instruments à long terme surévalués.
- Nous sommes convaincus que le portefeuille offre toujours un fort potentiel de création de valeur à moyen terme. La patience sera récompensée alors que s'ouvre le chemin de la reprise.



Sommaire

Environ six mois se sont écoulés depuis l'apparition et le début de la propagation de la COVID-19. Partout dans le monde, les gouvernements sont intervenus en force pour ralentir la progression du virus par des mesures d'endiguement et d'atténuation, pendant que la communauté scientifique travaille à un vaccin. Ces mesures ont imposé un confinement total ou partiel à des villes entières et mis à l'arrêt des secteurs complets de l'économie, avec de graves conséquences. Des millions de personnes ont perdu leur emploi et d'innombrables PME n'ont plus assez de revenus pour payer leurs factures. L'économie mondiale affronte sa pire récession depuis la Grande Dépression des années 1930.

Les gouvernements et les banques centrales ont injecté des milliers de milliards de dollars dans l'économie pour juguler les problèmes de crédit et de financement, évitant ainsi une crise financière généralisée. Outre ces programmes de relance massifs, les progrès réalisés dans la recherche de traitements et d'un vaccin font penser que les pires conséquences économiques de la pandémie sont peut-être derrière nous. Les villes rouvrent progressivement et l'allègement des mesures de distanciation physique fait poindre des lueurs de reprise. Ces évolutions positives ont permis aux marchés boursiers de se relever de leurs creux. Le S&P 500 a monté de 20 % entre la fin mars et la fin du deuxième trimestre.

Les données économiques mondiales commencent à donner des signes encourageants, ce qui est cohérent avec notre scénario de base selon lequel l'activité aura touché son creux au deuxième trimestre. Nous nous attendons à une amélioration graduelle cette année, suivie

d'une progression soutenue au deuxième semestre de 2021, dans le cadre d'une reprise en forme de U. De fait, vu l'ampleur des programmes de relance mis en place à l'échelle mondiale, l'année 2021 pourrait être dynamique.

Nous sommes conscients des incertitudes que font planer une deuxième vague possible de contamination et les tensions nées de perturbations sociales ou géopolitiques. C'est pourquoi nous réinvestissons nos liquidités avec circonspection dans l'immédiat, tout en étant convaincus que le portefeuille conserve un fort potentiel de création de valeur à moyen terme.

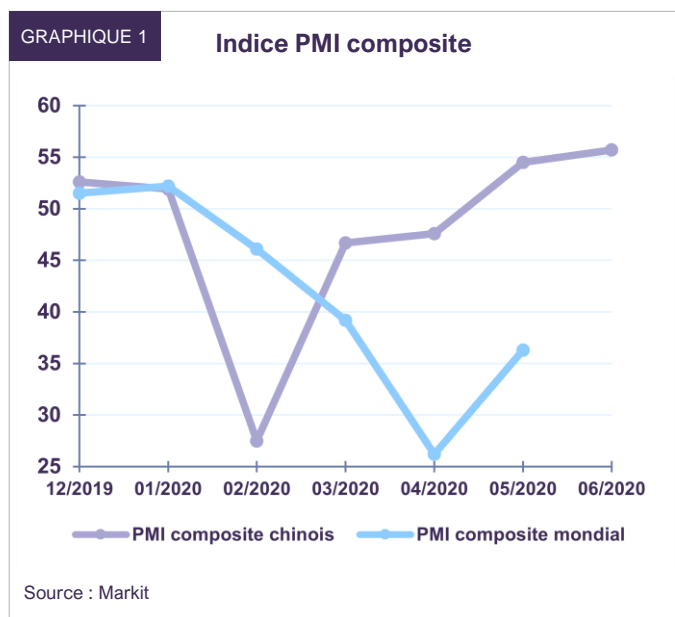
Des signes encourageants à l'échelle mondiale

Le ralentissement de la propagation du virus a permis aux gouvernements d'alléger les mesures de distanciation physique un peu partout dans le monde. Les villes rouvrent et les usines redémarrent. Pour tâcher de déterminer comment l'économie mondiale va progresser dans une telle conjoncture, nous suivons de près l'évolution de la situation en Chine. L'économie chinoise ayant été la première à rouvrir et ayant déjà connu quelques mois de reprise, elle nous livre de précieux indices sur ce qui attend le reste du monde.

Au premier trimestre, un confinement total a sérieusement freiné l'activité en Chine. La croissance du PIB réel a diminué de 6,8 % sur un an, après une progression de 6,1 % en 2019. En février, la production industrielle s'est contractée de 13,5 % sur un an et l'indice composite des directeurs d'achats (PMI) a touché un creux de 27,5 (graphique 1). Le même mois, les ventes de véhicules particuliers ont chuté de 81,6 % sur un an pour tomber à 224 000 unités et les ventes de logements ont diminué de près de 100 %. En mars, les ventes au détail ont reculé de 15,8 % sur un an, alors que la hausse du chômage plombait les dépenses de consommation.

La réouverture progressive de l'économie chinoise a rapidement entraîné une reprise marquée. L'indice PMI est remonté au-dessus de 50 en mai et s'établissait à 55,7 fin juin, tandis que la production industrielle s'inscrivait en hausse de 4,4 % sur un an en mai. En mai, il s'est vendu 2,19 millions d'automobiles au pays, soit autant qu'avant l'apparition du virus, et les ventes de logements ont monté de 12,2 % sur un an. Cependant, le redressement a été inégal. Certains secteurs d'activité, comme le transport aérien, l'hôtellerie et la construction, demeurent durement touchés et tarderont vraisemblablement à se rétablir, ce qui pèsera sur la croissance économique pendant un certain temps.

Malgré la gravité de la contraction du premier trimestre, le FMI s'attend à une croissance économique de 1,0 % en





Chine en 2020. Le pire du recul étant passé, le pays devrait connaître plusieurs trimestres d'expansion.

La reprise chinoise semble conforme au scénario de croissance économique en U décrit dans nos *Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers* d'avril, à savoir une amélioration graduelle en 2020 suivie d'une progression soutenue au deuxième semestre de 2021. À notre avis, ce scénario de base vaut également pour les pays développés.

Aux États-Unis, 22 millions d'emplois ont été perdus entre février et avril et on s'attend à ce que le PIB ait reculé de 10 % sur un an au deuxième trimestre. L'économie donne cependant des signes de vouloir suivre la trajectoire chinoise. Les usines remettent en marche leurs chaînes de fabrication, l'indice PMI est passé de 27,0 en avril à 46,8 en juin et la production industrielle rebondit. Il s'est créé 7,5 millions d'emplois en mai et juin et la confiance des consommateurs est en hausse. Un taux d'épargne élevé de 23 % à la fin de mai permettra aux dépenses de consommation de stimuler la croissance à mesure que les magasins de détail continuent de rouvrir. Les ventes de véhicules ont déjà bondi, passant de 8,6 millions en avril à 12,2 millions en mai, en rythme annualisé.

Le calendrier et la trajectoire de la reprise demeurent incertains et dépendent en grande partie des progrès qui seront réalisés sur le plan médical; nous croyons néanmoins que l'économie américaine a de bonnes chances de renouer avec son taux de croissance tendanciel au deuxième semestre de 2021. Nous prévoyons que le PIB réel des États-Unis se contractera de 8 % en 2020, mais croîtra de 4,5 % en 2021.

Des indicateurs précoces laissent entrevoir une évolution semblable pour les économies canadienne et européenne. En juin, l'indice manufacturier PMI s'est relevé à 47,8 au Canada et 47,4 en Europe, contre 33,0 et 33,4 respectivement en avril. De plus, la confiance des consommateurs et des entreprises se renforce, et des indicateurs informels comme les réservations au restaurant et la circulation automobile montrent des signes d'accélération. La Banque du Canada s'attend à ce que l'activité économique du pays commence à progresser au troisième trimestre, tandis que la Banque centrale européenne (BCE) prévoit un rebond vigoureux sur le continent en 2021.

Au Canada, nous nous attendons à ce que le PIB réel recule de 8,5 % en 2020 et progresse de 4,5-5,0 % en 2021. En Europe, la croissance du PIB réel devrait s'inscrire à - 10,2 % en 2020 avant de remonter à 6 % en 2021. Malgré une baisse d'activité prévue de 3 % dans les marchés émergents en 2020, le FMI s'attend à ce que ces pays dominent la progression de la production mondiale en 2021 avec une croissance du PIB réel de 5,9 %.

Globalement, le FMI prévoit que l'économie mondiale se contractera de 4,9 % en 2020 et croîtra de 5,4 % en 2021, trajectoire correspondant à notre scénario de base de reprise en U.

Une stimulation monétaire et budgétaire massive accélérera la reprise mondiale

En mars, le pic d'incertitude a creusé les écarts de crédit à des niveaux inédits depuis 2008-2009. La déstabilisation des marchés du financement a créé une situation très difficile pour les sociétés qui dépendent du crédit. Durant la crise financière, la mise en œuvre des mesures de relance avait été retardée par un débat sur leurs conséquences négatives, entraînant un resserrement du crédit qui avait fortement aggravé la récession. Tirant les leçons de cette erreur, les autorités des pays développés et émergents ont rapidement abaissé les taux d'intérêt et agi pour rendre le financement accessible à toutes les entités qui en avaient besoin. Par exemple, la Réserve fédérale américaine a créé des outils de mise à disposition du crédit à l'intention de différents segments du marché, y compris les petites et moyennes entreprises, pour assurer l'accès au crédit.

Les banques centrales du monde ont injecté plus de 11 000 milliards de dollars dans le système financier du début de février à la fin de juin, et on s'attend à une expansion soutenue de leur bilan durant les mois qui viennent. Début juin, la BCE a annoncé qu'elle augmentait son programme d'assouplissement quantitatif (AQ) de 600 milliards d'euros pour le porter à 1 350 milliards d'euros, tandis que la Fed et la Banque du Japon ont annoncé des programmes d'AQ illimités. D'ici la fin de l'année, le bilan de la Fed devrait atteindre plus de 10 000 milliards de dollars, contre 4 200 milliards en décembre 2019, progression exceptionnelle correspondant à près de 30 % du PIB des États-Unis. Ces mesures ont réussi à rétablir le bon fonctionnement des marchés du crédit et ont peut-être évité une contraction économique et financière pire que celle que nous avons connue.

En plus de cette relance monétaire, les gouvernements ont rapidement mis en place des mesures budgétaires allant du soutien à certains secteurs (comme le transport aérien) à l'envoi direct d'argent aux ménages. Fin juin, ce surcroît de dépenses se chiffrait à près de 13 500 milliards de dollars. En quatre mois à peine, la stimulation monétaire et budgétaire mondiale a totalisé 25 000 milliards de dollars, soit l'équivalent de 29 % du PIB mondial (tableau 1).

Les gouvernements pourraient encore investir dans les infrastructures pour stimuler la création d'emplois dans un



TABLEAU 1

**Relance monétaire et budgétaire mondiale
pour contrer l'impact de la COVID-19***

	Relance monétaire potentielle		Relance budgétaire potentielle		Relance monétaire et budgétaire potentielle	
	milliards \$	% PIB	milliards \$	% PIB	milliards \$	% PIB
É.-U.	6 210	29,0 %	3 300	15,4 %	9 510	44,4 %
Zone euro	1 780	13,3 %	4 020	30,2 %	5 800	43,6 %
Japon	1 030	20,0 %	2 080	40,3 %	3 110	60,3 %
R.-U.	370	13,6 %	230	8,3 %	600	21,8 %
Canada	300	19,0 %	200	12,0 %	500	31,0 %
Chine	1 330	9,3 %	1 220	8,4 %	2 550	17,7 %
Autres	430	nd	2 470	nd	2 900	nd
Total	11 450	13,2%	13 520	15,6%	24 970	28,8 %

*Mesures de relance annoncées et mises en œuvre entre février et mai 2020.

Sources : Cornerstone Macro, FMI, Banque mondiale, Banque du Canada et Letko Brousseau.

contexte de chômage élevé. Aux États-Unis, on s'attend généralement à l'adoption d'un plan de relance qui se situera entre 1 000 et 3 000 milliards de dollars, tandis qu'en Europe, la Commission européenne a déjà dévoilé un programme de 750 milliards d'euros visant à aider les pays membres à se rétablir. Il s'agit là d'une intervention d'une ampleur et d'une portée sans précédent. Ces mesures mettant habituellement entre 6 et 18 mois pour faire leur chemin dans l'économie, l'année 2021 pourrait nous réserver une reprise dynamique.

Risques pesant sur la reprise

La réouverture prudente de l'économie mondiale permise par une évolution apparemment encourageante de la pandémie, la trajectoire récente de l'économie chinoise et les programmes de relance massifs actuellement en cours viennent étayer notre scénario de base d'une reprise en U. Cependant, nous restons attentifs à quelques risques qui pèsent sur cette perspective.

Premièrement, une deuxième vague de contagion plus menaçante pourrait ramener certaines mesures de confinement et mettre à mal la reprise naissante. Toutefois, à ce stade, nous croyons que les gouvernements sont prêts à une telle éventualité compte tenu de l'expérience acquise lors de la première vague.

L'amélioration de la capacité de testage, la mise en place d'infrastructures de traçage des contacts, l'utilisation plus répandue des masques et l'acceptation générale des règles de distanciation physique nous font penser que le monde apprend à mieux composer avec le virus. Par contre, certains pays émergents moins bien équipés n'ont pas encore réussi à maîtriser la première vague de la maladie. Le nombre de cas montant en flèche dans des pays comme l'Inde et le Brésil, les difficultés éprouvées par de grandes économies émergentes pourraient peser sur la reprise mondiale.

Nous restons d'avis qu'il faudra attendre encore un an avant que l'acquisition

d'une immunité collective mette fin à la pandémie. À la lumière de ce que nous savons actuellement du virus, il faudrait qu'au moins 70 % de la population soit immunisée pour que nous parvenions à l'immunité collective. Or, en juin, on estimait qu'environ 5 % de la population américaine a été infectée, soit 15 fois moins que la proportion requise. Cependant, de petites études indiquent qu'une partie importante de la population pourrait être moins à risque d'être infectée grâce à une immunité croisée due à une exposition préalable à d'autres coronavirus. Si tel est le cas, l'immunité collective pourrait être obtenue avec un taux d'infection moins élevé. De plus, des essais de phase 2 et 3 de grande envergure sont prévus durant l'été pour deux candidats vaccins prometteurs, faisant espérer qu'un vaccin puisse être disponible d'ici moins de 12 mois.

Deuxièmement, un regain de tensions entre les États-Unis et la Chine à propos de Hong Kong ou d'autres sources de conflits géopolitiques pourrait de nouveau déstabiliser le commerce mondial. La signature de la première phase d'une entente commerciale avait paru désamorcer la guerre commerciale, mais en raison de la pandémie, les deux pays ont du mal à respecter cet accord qui prévoyait une augmentation de leurs échanges commerciaux bilatéraux. Cependant, malgré que certaines tensions ressurgissent actuellement, nous persistons à croire qu'il



existe entre les deux pays une large communauté d'intérêts qui les incitera à un compromis à long terme, surtout au moment où ils sont aux prises avec la même pandémie mondiale.

Troisièmement, l'évolution politique des États-Unis, y compris l'agitation sociale et l'élection possible d'un gouvernement démocrate en novembre, pourrait faire planer une incertitude sur l'orientation de l'économie américaine. Un chômage élevé est habituellement source de mécontentement, mais l'impact économique durable de cette situation est loin d'être évident. Nous nous attendons à ce que les autorités déploient tous les efforts possibles pour faire face à ces problèmes sociaux, comme elles l'ont fait par leurs interventions budgétaires et monétaires face aux problèmes économiques.

Tout en gardant à l'œil l'évolution de ces risques, nous restons d'avis qu'une fois la pandémie passée, une forte demande refoulée servira de fondement à une croissance économique mondiale vigoureuse.

Les marchés commencent à rebondir

Les marchés boursiers mondiaux ont rebondi au deuxième trimestre, stimulés par les avancées médicales, l'allègement du confinement à travers le monde et les programmes de relance massifs des gouvernements et des banques centrales. La progression a été de 15 % pour le S&P 500 (en \$ CA), 16 % pour le S&P/TSX, 22 % pour le DAX, 13 % pour le Nikkei, 14 % pour l'indice MSCI Monde et 13 % pour l'indice MSCI Marchés émergents.

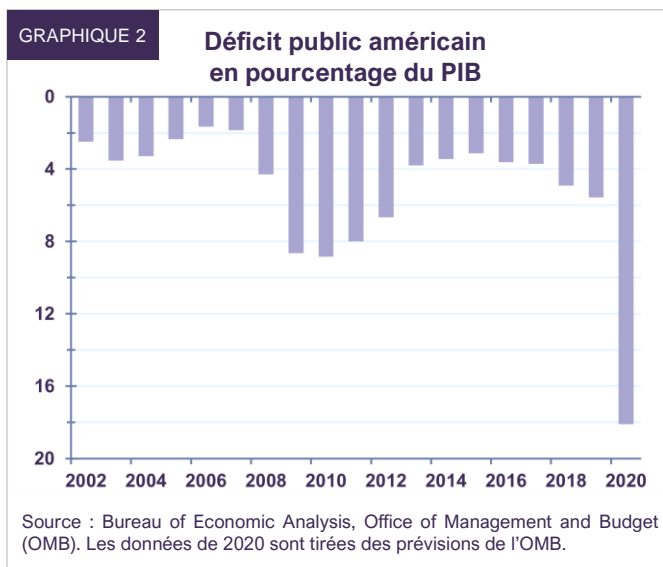
À la fin du deuxième trimestre, le S&P 500 se négociait à 24,9 fois les bénéfices estimatifs de 2020 et 19,4 fois les bénéfices estimatifs de 2021, soit bien au-dessus de sa juste valeur à long terme de 15 fois les bénéfices. Les actions des grandes sociétés technologiques, comme Amazon, Microsoft, Netflix et Apple, ont surclassé l'ensemble du marché cette année et se négocient à des multiples coûteux (avec un cours allant de 29 à 144 fois les bénéfices). Or, l'achat de titres surévalués produit généralement un rendement inférieur à la normale à la longue, puisque les multiples finissent par se rapprocher de leur moyenne à long terme. Par contre, les secteurs les plus touchés par la pandémie ont accusé un retard par rapport aux indices généraux et leur valorisation reflète un pessimisme excessif à l'égard de leur potentiel futur.

Du côté des marchés mondiaux des titres à revenu fixe, les obligations souveraines des pays développés se négocient pour plus de 90 % à des taux inférieurs à 1 % et pour 20 % à des taux négatifs. Dans la plupart des pays développés, les taux obligataires à long terme ont touché des creux historiques. Nous sommes conscients que les taux d'intérêt mettront peut-être un certain temps à monter dans le sillage de la croissance économique et de

l'inflation. Cependant, nous choisissons de ne pas spéculer sur le moment de leur hausse. À notre avis, de tels instruments offrent de piètres perspectives de rendement à long terme, en plus de faire courir un risque de perte de capital si les taux devaient grimper plus rapidement.

Les investisseurs en titres à revenu fixe devraient prendre garde à l'impact à long terme des mesures de relance liées à la pandémie. L'explosion des déficits publics entraînera des besoins de financement massifs qui risquent d'exercer une pression haussière sur les taux. Aux États-Unis, le déficit budgétaire devrait atteindre près de 20 % du PIB en 2020 (graphique 2). Ainsi, le Trésor américain devra émettre pour plus de 3 800 milliards de dollars de nouvelles obligations sur le marché. Les marchés financiers risquent d'avoir du mal à absorber cette offre accrue d'obligations si les investisseurs boudent les placements qui offrent un maigre potentiel de rendement.

Nos portefeuilles restent bien placés pour créer une valeur intéressante à moyen terme. Dans l'ensemble, notre portefeuille d'actions se négocie à 12,8 fois les bénéfices prévus, 1,4 fois les ventes, et offre un taux de dividende de 4 %. Notre portefeuille de titres à revenu fixe se tient loin des instruments à long terme extrêmement surévalués. Nous investissons graduellement nos liquidités excédentaires pour saisir les occasions d'acquérir des titres de qualité à un prix inférieur à leur valeur intrinsèque. Nous sommes convaincus que notre patience sera grandement récompensée alors que s'ouvre le chemin de la reprise.





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

Le présent document a été préparé par Letko, Brosseau & Associés Inc. à titre indicatif seulement et ne vise pas à fournir des conseils d'ordre comptable, juridique ou fiscal ou des recommandations en matière de placement, et ne doit pas être utilisé comme tel. À moins d'indication contraire, les renseignements qu'il contient sont présentés aux dates indiquées. Bien que ces renseignements soient considérés comme exacts à la date où ils ont été préparés, Letko Brosseau ne peut garantir qu'ils sont exacts, complets et à jour en tout temps.

Lorsque les renseignements contenus dans le présent document proviennent ou sont dérivés de sources externes, les sources dont ils proviennent sont considérées comme étant fiables, mais la société n'en a pas effectué une vérification indépendante. Aucune représentation ou garantie n'est fournie quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité de ces renseignements. Les opinions ou estimations contenues dans le présent rapport constituent notre jugement à cette date et sont sujettes à changement sans préavis. Les rendements passés ne sont pas garants des résultats futurs.

Le présent document peut contenir certaines déclarations prospectives qui reflètent nos attentes actuelles ou prévisions quant à des événements futurs concernant l'économie, les changements du marché et ses tendances. De par leur nature, les énoncés prospectifs sont assujettis, entre autres, à des risques, des incertitudes et des hypothèses concernant les devises, la croissance économique, les conditions actuelles et prévues et d'autres facteurs appropriés dans les circonstances pouvant faire en sorte que les événements, résultats, performances ou perspectives réels diffèrent sensiblement de ceux exprimés dans, ou sous-entendus par, lesdits énoncés. Les lecteurs sont avisés de ne pas se fier indûment à ces énoncés prospectifs.

Les informations de MSCI ne peuvent être utilisées que pour votre usage interne, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent être utilisées comme base ou composante d'instruments, produits ou indices financiers. Aucune des informations de MSCI ne vise à fournir des conseils en matière de placements ou une recommandation de prendre (ou de s'abstenir de prendre) une décision d'investissement et ne doivent pas être utilisés comme tel. Les données et analyses historiques ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie d'une analyse, prévision ou prédiction de performance. Les informations MSCI sont fournies «telles quelles» et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à l'utilisation de ces informations. MSCI, chacune de ses sociétés affiliées et toute autre personne impliquée ou liée à la compilation, au calcul ou à la création d'informations MSCI (collectivement, les «parties MSCI») déclinent expressément toute garantie (y compris, notamment, toute garantie d'originalité, d'exactitude et d'exhaustivité, respect des délais, non-contrefaçon, commercialisation et de convenance à une fin particulière) en ce qui concerne ces informations. Sans limiter la portée de ce qui précède, en aucun cas une partie MSCI ne peut être tenue responsable pour un dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans limitation, perte de profits) ou tout autre dommage. (www.msci.com).

À propos de nous

Letko Brosseau est une société indépendante de gestion de placement fondée en 1987. La société gère un actif d'environ 20 milliards de dollars canadiens.

Pour en savoir plus, veuillez nous appeler au **1 800 307 8557** ou visiter le site **lba.ca**

Montréal

1800, av. McGill College
Bureau 2510
Montréal (Québec) H3A 3J6
T 514.499.1200

Toronto

Royal Bank Plaza, tour Sud
200, rue Bay, bureau 2100
Toronto (Ontario) M5J 2J4
T 647.426.1987

Calgary

355 - 4^e avenue SO
Bureau 800
Calgary (Alberta) T2P 0J1
T 587.350.1706