

# Letko, Brosseau & Associés Inc.

---

## Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

Juin 2015

### Sommaire

- Les ajustements structurels importants des budgets gouvernementaux, ainsi que des bilans des banques et des ménages, sont en grande partie derrière nous. L'expansion économique mondiale devrait se poursuivre pour encore plusieurs années.
- Bien que la croissance des pays développés et des pays en développement ne soit pas entièrement synchronisée, un redressement de l'activité aux États-Unis et en Europe se traduira par une accélération progressive de l'économie mondiale.
- La conjoncture économique favorable continue de soutenir les marchés boursiers. Notre scénario de base suppose que les bénéfices progresseront au même rythme que l'économie aux États-Unis, ce qui laisse entrevoir des rendements modestes, de l'ordre de 4 à 6 %. Il est possible de trouver des possibilités de placement plus intéressantes ailleurs dans le monde et dans des secteurs précis.
- Les valorisations boursières ne sont pas excessives. Les actions de certains secteurs comme la biotechnologie et les technologies de l'information sont toutefois très chères. La prudence au chapitre de la sélection des sociétés reste de mise.
- Les marchés obligataires mondiaux ont connu une volatilité inhabituelle au premier semestre. Nous mettons de nouveau en garde les investisseurs contre l'extrême surévaluation des titres à revenu fixe et leur vulnérabilité à de nouvelles corrections.
- Ces dernières années, les actions ont dégagé des rendements bien plus élevés que les obligations. Notre décision de privilégier les actions par rapport aux titres à revenu fixe, tout en maintenant un portefeuille d'obligations de grande qualité faiblement exposé à la volatilité des taux d'intérêt, a porté fruit. Cette stratégie continuera selon nous de donner de bons résultats à moyen terme.

## Revue de l'économie

Depuis la crise financière mondiale il y a maintenant 6 ans, l'économie planétaire a fait des progrès considérables. Aucun obstacle majeur ne s'annonce à l'horizon et nous prévoyons que l'expansion de l'économie mondiale se poursuivra pendant encore plusieurs années.

La croissance est actuellement tirée par les États-Unis, pays qui a peut-être fait le plus de progrès pour ce qui est de corriger ses déséquilibres structurels. L'emploi a dépassé ses sommets d'avant la récession. La dette des ménages en pourcentage du revenu disponible est tombée de 130 % à la fin de 2007 à 102 % et l'avoir net s'élève à 85 000 milliards de dollars, soit 27 % de plus qu'en 2007, un record. Les banques ont restructuré leur bilan et l'utilisation des capacités industrielles a renoué avec ses niveaux d'avant la crise. Le déficit public, qui avait grimpé à 10 % du PIB pendant la récession, est redescendu au niveau plus acceptable de 3 % du PIB.

Le PIB réel a augmenté de 2,9 % en rythme annualisé au premier trimestre de 2015 malgré la dégradation récente des données du secteur manufacturier, qui est attribuable à la baisse des investissements liés à l'énergie et à l'incidence de la vigueur du dollar américain sur la balance commerciale. Les statistiques récentes révèlent une amélioration de la demande intérieure.

Le marché du travail continue de se resserrer : 208 000 nouveaux postes ont été créés par mois en moyenne au cours du premier semestre. La hausse des revenus d'emploi alliée à la diminution du prix de l'essence a soutenu les dépenses de consommation. Les ventes d'automobiles (annualisées) ont atteint 17,6 millions d'unités en juin et les restaurants ont vu leurs recettes grimper de 8,2 % par rapport à l'année dernière. Au cours du même mois, le nombre de logements neufs construits a atteint un million sur une base annuelle. La formation de ménages se chiffre actuellement à 1,4 million, ce qui cadre avec une réduction du stock de propriétés et une activité de construction vigoureuse dans l'avenir.

À mesure que l'économie se rapproche de son plein potentiel, les premiers signes de pressions inflationnistes apparaissent. La composante logement de l'indice des prix à la consommation a grimpé de 2,8 % en glissement annuel et le prix de l'essence semble avoir atteint un plancher. Le rythme d'augmentation des salaires s'est légèrement accéléré : le salaire horaire moyen et l'indice du coût de l'emploi affichent des hausses respectives de 2,0 % et de 2,6 % par rapport à l'an dernier. Ces développements devront être suivis de près, particulièrement étant donné l'abondance des liquidités qui ont été injectées dans l'économie.

Nous nous attendons à ce que l'économie américaine se renforce au cours du deuxième semestre et enregistre une croissance de 2,5 % à 3,0 % en 2015. Une nouvelle appréciation du dollar américain représente le principal risque pesant sur ce scénario de base car elle pourrait avoir des effets négatifs sur les exportations des sociétés américaines et sur leurs profits provenant de l'étranger.

Contrairement aux États-Unis, l'Europe a connu une reprise irrégulière depuis la crise financière (tableau 1). Les déboires des pays périphériques ont érodé la confiance, la relance monétaire a dû attendre que la BCE assume la responsabilité du contrôle bancaire et l'incursion de la Russie en Crimée a provoqué des tensions géopolitiques. En outre, les récents développements en Grèce ont aggravé l'incertitude entourant la zone euro.

Les problèmes de la Grèce découlent de défauts structurels de longue date. L'évasion fiscale, la productivité insuffisante, le faible taux d'épargne intérieure, l'absence d'investissements privés et la croissance économique soutenue par les prêts étrangers ont rendu la Grèce particulièrement

vulnérable. La nécessité de rétablir la crédibilité du système financier, qui a été amputé par des retraits massifs des dépôts bancaires, force aujourd'hui la Grèce à réévaluer son avenir au sein de la zone euro et faire des choix fondamentaux. Bien que le pays pourrait choisir de quitter la zone euro, une avenue difficile mais comportant certains avantages, cette option n'adresserait pas les problèmes structurels qui l'ont au préalable mis dans cette situation. La Grèce semble plutôt avoir choisi la voie plus difficile du changement en négociant avec ses créanciers. Ceci devrait, au fil des années, améliorer sa situation économique et permettre d'obtenir une plus grande coopération des pays membres, particulièrement ceux qui ont également bénéficié d'une aide financière de l'Europe. Dans cette optique, la Grèce devrait profiter du programme d'aide au développement d'infrastructure de 35 milliard € offert lors de la dernière entente, et une restructuration de sa dette pourrait éventuellement être envisageable.

**Tableau 1: Taux de croissance des principaux marchés développés et émergents**

	PIB nominal 2014 (US\$ milliards)**	Poids dans le PIB mondial 2014 (%) ***	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>États-Unis*</b>	\$17,419	16%	-2.8%	2.5%	1.6%	2.3%	2.2%	2.4%	2.6%	2.7%
<b>Canada *</b>	\$1,789	1%	-2.7%	3.4%	3.0%	1.9%	2.0%	2.4%	1.5%	2.0%
<b>Japon</b>	\$4,616	4%	-5.5%	4.7%	-0.5%	1.8%	1.6%	-0.1%	1.0%	1.2%
<b>Zone Euro*</b>	\$13,391	11%	-4.5%	2.0%	1.6%	-0.8%	-0.5%	0.9%	1.3%	1.5%
<b>Chine</b>	\$10,380	16%	9.2%	10.4%	9.3%	7.8%	7.8%	7.4%	6.8%	6.3%
<b>Inde</b>	\$2,050	7%	8.5%	10.3%	6.6%	5.1%	6.9%	7.2%	7.5%	7.5%
<b>Indonesie</b>	\$889	2%	4.7%	6.4%	6.2%	6.0%	5.6%	5.0%	5.2%	5.5%
<b>Brésil</b>	\$2,353	3%	-0.2%	7.6%	3.9%	1.8%	2.7%	0.1%	-1.0%	1.0%
<b>Russie</b>	\$1,857	3%	-7.8%	4.5%	4.3%	3.4%	1.3%	0.6%	-3.8%	-1.1%
<b>Développés</b>	\$47,044	43%	-3.4%	3.1%	1.7%	1.2%	1.4%	1.8%	2.4%	2.4%
<b>Émergents</b>	\$30,258	57%	3.1%	7.4%	6.2%	5.2%	5.0%	4.6%	4.3%	4.7%
<b>Monde</b>	\$77,302	100%	0.0%	5.4%	4.2%	3.4%	3.4%	3.4%	3.5%	3.8%

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

\*\* Calculé selon les taux de change de 2014

\*\*\* Calculé selon les taux de change de parité du pouvoir d'achat (PPA)

Source: FMI, LBA, avril 2015

Bien que la trajectoire de la reprise économique sera longue et difficile, la Grèce ne représente que 2 % du PIB de la zone euro et la majeure partie de la dette du pays n'est plus détenue par des banques privées. Plus important encore, d'importants progrès structurels ont été réalisés dans l'ensemble du reste de la zone euro. L'économie européenne repose sur des bases plus solides et les mesures de relance monétaire, combinées à la dépréciation de l'euro, vont probablement augmenter ses perspectives de croissance. L'Irlande et l'Espagne récoltent les fruits de leurs premières réformes structurelles, notamment des mesures ciblant la rigidité du marché du travail. Même l'Italie, pays à la traîne au chapitre des réformes et en proie à des difficultés économiques, a

enfin commencé à assouplir son marché du travail et son activité économique est redevenue légèrement positive au premier trimestre.

Sur le front monétaire, certains signes donnent à penser que les mesures de relance de la Banque centrale commencent à faire effet. En abaissant les taux d'intérêt à zéro et en lançant un programme d'achat d'obligations, la BCE vise à soutenir l'expansion économique en relançant un nouveau cycle du crédit. D'après les données du mois d'avril, la croissance du crédit dans le secteur privé est enfin redevenue positive après deux années de désendettement. La croissance du PIB réel de la région s'est accélérée à 1 % au premier trimestre et pourrait bien dépasser ce niveau pour l'ensemble de l'année.

L'économie canadienne a ralenti en réaction à la chute vertigineuse du prix du pétrole. Le PIB réel s'est contracté de 0,1 % au premier trimestre par rapport au quatrième trimestre de 2014 mais a progressé de 2,1 % sur 12 mois. La diminution des dépenses en immobilisations liées à l'énergie et les annonces de licenciements ont sans aucun doute un impact sur l'économie albertaine. Par ailleurs, le huard a fléchi de 14 % par rapport au dollar américain depuis le milieu de 2014 et de 23 % depuis son sommet du milieu de 2011, ce qui favorise d'autres régions du pays. En Ontario, la croissance du PIB réel est ressortie à 2,3 % au premier trimestre de 2015 et les ventes d'automobiles ont grimpé de 12 % annuellement en avril. Même si nous tablons sur une croissance nulle voire légèrement négative pour le premier semestre, l'amélioration de la balance commerciale devrait atténuer les effets de la diminution des investissements dans le secteur de l'énergie au cours du deuxième semestre. Nous prévoyons une croissance d'environ 1,5 % du PIB réel au Canada en 2015.

L'activité au Japon demeure timide après une augmentation de 3 % de la taxe à la valeur ajoutée. L'économie japonaise s'est contractée de 1 % en glissement annuel au premier trimestre et les nouvelles hausses de taxes prévues ont été mises en veilleuse. Le FMI prévoit une expansion modeste de 1 % en 2015, laquelle devrait s'appuyer sur la dépréciation de presque 40 % subie par le yen par rapport au dollar américain depuis 2012.

Les marchés émergents continuent d'enregistrer des taux de croissance variables selon leurs situations économique et politique (tableau 1). La correction en cours du marché immobilier chinois a contribué à une diminution des mises en chantier, de la demande de produits de base et de la production industrielle. L'expansion du secteur tertiaire et l'augmentation des dépenses de consommation ont toutefois compensé quelque peu le ralentissement des secteurs traditionnels. La croissance chinoise décélérera progressivement à mesure que l'économie mûrira, mais une poussée de l'ordre de 5 à 10 % de la demande des consommateurs stimulera l'économie dans l'avenir.

Une forte croissance et la promesse de réformes structurelles ont dopé la confiance des investisseurs en Inde. La croissance du pays est estimée à environ 7,5 % pour 2015, soit davantage que l'économie chinoise. L'Indonésie, autre importante économie d'Asie, affiche une croissance du PIB réel d'environ 5 % et profite de la baisse des prix de l'énergie et d'une accélération des dépenses d'investissement. Ensemble, la Chine, l'Inde et l'Indonésie représentent 40 % de la population mondiale.

Deux grands pays sont actuellement en mauvaise posture, soit le Brésil et la Russie. L'importante dette publique a forcé le gouvernement brésilien à mettre en place un programme d'austérité : jusqu'à présent, le Brésil a imposé des taxes sur les prêts à la consommation et réduit les subventions à l'énergie ainsi que les subventions aux prêts à l'infrastructure et au développement. Les perspectives pour 2015 font état d'une croissance négative d'environ 1 %. De son côté, l'économie russe continue de souffrir des conséquences du repli des prix de l'énergie et des sanctions économiques. Le pouvoir d'achat des Russes s'est fortement détérioré, le rouble ayant perdu 37 % de sa valeur par rapport au dollar américain au cours de la dernière année. L'activité économique du pays devrait connaître une sévère contraction en 2015.

La croissance de l'économie mondiale est attendue à environ 3,5 % en 2015. Les États-Unis en demeurent le moteur mais l'amélioration de la situation en Europe indique une resynchronisation progressive de l'activité sur les marchés développés.

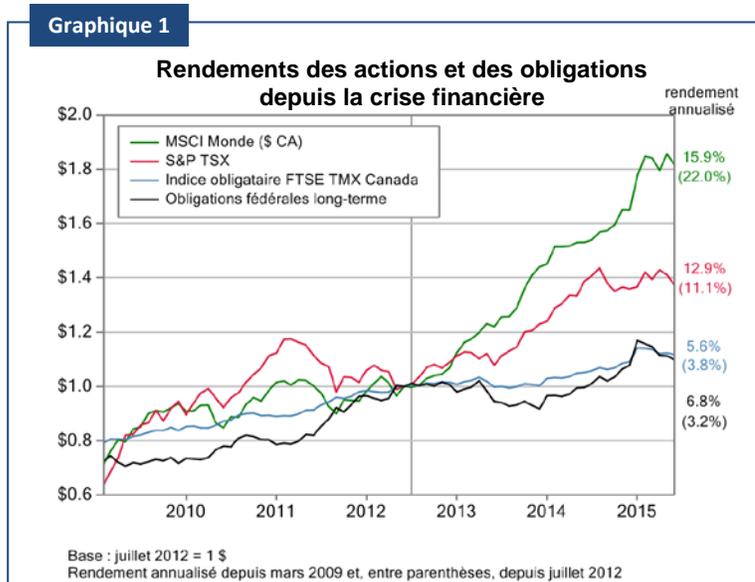
## Stratégie de répartition de l'actif

La conjoncture économique favorable et la faiblesse des taux d'intérêt ont contribué de façon décisive à soutenir les cours des actions mondiales. Depuis la récession de 2008-2009, les sociétés ont vu la croissance de leur chiffre d'affaires et leurs marges bénéficiaires s'améliorer. De plus, les valorisations boursières ont grimpé, passant d'un niveau abordable de 12 fois les bénéfices à un niveau supérieur à la moyenne de 17,1 fois les bénéfices pour l'indice MSCI Monde. Plus récemment, les marchés boursiers ont été dopés par les fusions et acquisitions, dont la valeur dépasse 2 700 milliards de dollars depuis le début de l'année, et par les programmes de rachat d'actions.

Ces développements ont été associés à des rendements exceptionnellement élevés sur les marchés boursiers. De mars 2009 à juin 2015, les rendements annualisés totaux des actions mondiales (en dollars CA) et des actions canadiennes ont atteint respectivement 15,9 % et 12,9 % (graphique 1).

Étant donné que les actions mondiales se négocient aujourd'hui à l'extrémité supérieure d'une fourchette de valorisation raisonnable, une sélection d'actions judicieuse jouera un rôle déterminant dans le succès d'une stratégie de placement. Un risque de valorisation est apparu dans certains secteurs comme la biotechnologie et les logiciels Internet, où les ratios cours/bénéfice atteignent ou dépassent 40.

Par ailleurs, les sociétés des marchés émergents affichent dans l'ensemble une croissance des ventes à deux chiffres et leurs actions se négocient à 12,7 fois le bénéfice de 2015, ce qui représente un multiple très intéressant. Le marché boursier intérieur chinois, en grande partie



inaccessible, mesuré d'après les indices de Shanghai et de Shenzhen, fait figure d'exception. Ces deux indices ont progressé de plus de 100 % au cours de la dernière année et se distinguent par leurs valorisations élevées.

Les bénéfices des sociétés européennes ont un potentiel de hausse considérable car l'activité économique s'accélère et les marges bénéficiaires demeurent inférieures aux niveaux d'avant la crise. Nos portefeuilles d'actions mondiales demeurent caractérisés par une large diversification géographique et sectorielle et les titres qu'ils détiennent se négocient au cours très raisonnable de 14 fois les bénéfices de 2015.

Depuis 2009, les investisseurs en obligations ont engrangé des gains nettement plus modestes que les investisseurs en actions. Dans l'ensemble, les obligations canadiennes ont rapporté 5,6 %, et les obligations fédérales à long terme, 6,8 % par année (graphique 1).

Qui plus est, la manipulation des taux d'intérêt à court terme par les banques centrales et les achats massifs, à hauteur de quelque 10 000 milliards de dollars, d'instruments à revenu fixe mondiaux ont entraîné une surévaluation extrême des obligations. En juillet 2012, les craintes de ralentissement de l'économie européenne et la perspective d'une nouvelle série de rachats d'actifs par la Fed avaient fait descendre les taux d'intérêt à de nouveaux planchers. Certains investisseurs spéculaient que les interventions des banques centrales soutiendraient les marchés obligataires indéfiniment et ont donc cherché à obtenir un rendement supplémentaire en allongeant la durée de leurs portefeuilles. Depuis le milieu de 2012, les principaux avantages de l'amélioration subséquente de l'activité économique sont revenus aux investisseurs en actions, les rendements des actions mondiales ayant atteint 22,0 % sur une base annualisée et 82 % sur une base

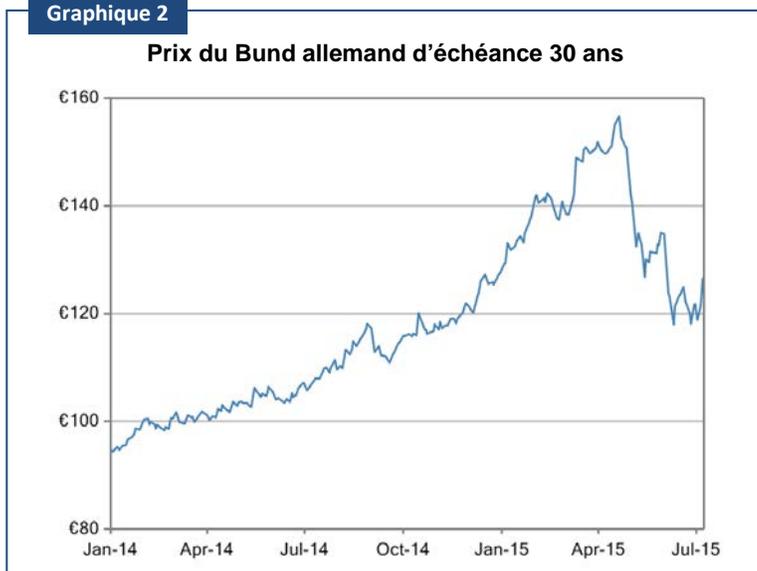
cumulative (graphique 1). À titre de comparaison, les obligations à long terme ont dégagé des rendements annualisés de seulement 3,2 % et des rendements cumulatifs de 10 %.

La récente volatilité du marché obligataire devrait rappeler aux investisseurs que des valorisations aussi excessives peuvent se traduire par des fluctuations de prix extrêmes. Au cours des trois derniers mois, le prix du Bund allemand d'échéance 30 ans a chuté de 20 % bien que la BCE ait été acheteuse d'obligations allemandes (graphique 2). Le prix de l'obligation de référence à 30 ans du gouvernement du Canada a commencé

l'année à 125 \$, a brièvement touché les 140 \$ en janvier avant de tomber à 126 \$ fin juin. Malgré cette volatilité, les taux obligataires n'ont chuté que de 3 points de base au cours de la période.

Le moment où la Réserve fédérale des États-Unis relèvera ses taux demeure incertain et les premières mesures prises par la banque centrale pour normaliser sa politique seront probablement modestes. Cependant, les taux des obligations à long terme sont bien inférieurs aux niveaux

Graphique 2



associés aux fondamentaux économiques. Comme l'a laissé entendre le président de la BCE, Mario Draghi, les acheteurs d'obligations devraient se tenir sur leurs gardes et s'accoutumer aux périodes de volatilité accrue.

Au sein des portefeuilles équilibrés, notre stratégie consistant à sous-pondérer les obligations au lieu d'adopter une stratégie obligataire plus risquée et de privilégier plutôt les actions a été très profitable. Tel qu'indiqué ci-haut, les obligations à long terme ont rapporté un rendement cumulé de 10 % versus 82 % pour les actions globales sur les trois dernières années. Les actions ne répéteront sans doute pas les gains à deux chiffres des dernières années mais leurs rendements devraient tout de même être bien supérieurs à ceux des obligations. Au cours de la prochaine phase du cycle, nous verrons probablement s'instaurer un environnement dans lequel les bénéfices progresseront au même rythme que le PIB, ce qui, compte tenu des dividendes, devrait se traduire par des rendements de l'ordre de 5 à 7 % par an pour l'ensemble du marché. Nous essaierons d'améliorer ce résultat par la sélection d'actions.

Les obligations à long terme demeurent extrêmement surévaluées et le risque de perte est considérable. Nous maintenons donc une durée très courte dans nos portefeuilles obligataires et sous-pondérons les obligations dans les portefeuilles 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.*