



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

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

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

- La croissance mondiale des deux dernières années a été décevante, ce qui a poussé les investisseurs à s'interroger sur la durabilité de l'expansion économique. Un repli des investissements dans l'énergie et un ralentissement en Chine ont pesé sur la production industrielle mondiale en 2015 et durant le premier semestre de 2016, mais ces facteurs cycliques semblent s'estomper.
- La résilience de l'économie américaine et l'amélioration des conditions en Europe soutiennent l'activité mondiale. Par ailleurs, les signes de stabilisation en Chine, la croissance robuste de l'Inde et les signes indiquant que les économies russe et brésilienne ont atteint le creux de la vague ouvrent la voie à un rebond progressif de l'ensemble des marchés en développement.
- L'économie mondiale se dirige vers une légère reprise de la croissance du PIB réel, qui devrait passer de 3,1 % en 2016 à environ 3,5 % en 2017.
- Les craintes d'un ralentissement prononcé en Chine et les retombées du Brexit s'étant atténuées, la Réserve fédérale des États-Unis sera sans doute la première des banques centrales à relever son taux directeur. Les hausses de taux seront progressives et ne feront pas dérailler l'économie américaine.
- Les taux d'intérêt à long terme demeurent bien inférieurs aux niveaux correspondant à une économie en expansion et à une inflation positive. Une augmentation même légère des taux obligataires à long terme causerait d'énormes pertes aux investisseurs.
- À l'avenir, les actions profiteront d'une croissance des bénéfices des entreprises de l'ordre de 5 % et de rendements en dividendes stables. Nous prévoyons que les actions dégageront des rendements à moyen terme d'environ 6 à 7 %, ce qui dépasse de loin les rendements médiocres des obligations.

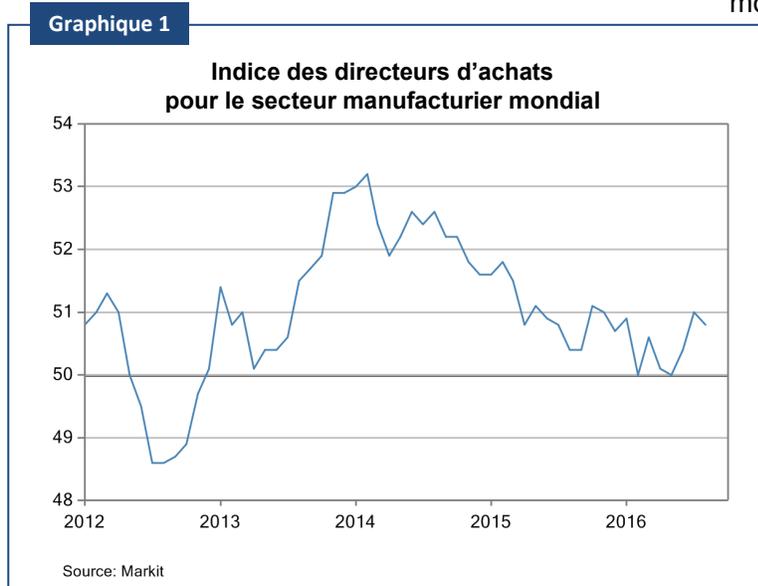


Les présents renseignements ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ne sont pas garantis par nous et pourraient être incomplets. Ils ne représentent pas un énoncé ou un sommaire complet des titres, des marchés ou des événements décrits dans ce rapport. Les opinions exprimées sont basées 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.

Redressement de la production industrielle mondiale en vue

Un des aspects troublants de la croissance mondiale des deux dernières années est que le rythme d'expansion relativement robuste des dépenses de consommation s'est accompagné d'un ralentissement marqué de la production industrielle. Aux États-Unis, au Canada et dans plusieurs marchés émergents clés, dont la Chine, la croissance de la production industrielle a décéléré ou est devenue négative en 2015, et est restée atone durant le premier semestre de 2016. Le marasme du secteur manufacturier mondial a pesé sur l'économie planétaire (graphique 1). L'augmentation du PIB réel mondial, de 3,3 % en 2013 et de 3,4 % en 2014, est passée à 3,2 % en 2015 et a été en

moyenne inférieure à 3,0 % au cours du premier semestre de 2016 par rapport à la même période de l'an dernier.



Divers facteurs semblent freiner la production industrielle mondiale. Deux tendances structurelles importantes qui dominent les marchés développés sont le taux de pénétration élevé de la plupart des produits manufacturés et une population vieillissante, dépendante de la consommation de services plutôt que de biens. Ensemble, ces deux facteurs expliquent la progression à long terme du secteur tertiaire au détriment de l'économie de production de biens. Aux États-Unis, par exemple, la proportion des dépenses des ménages représentée par les services a grimpé de 59 % à 68 % au cours des 30 dernières années.

Selon les données les plus récentes, l'économie américaine, fondée sur les services, continue de prospérer : les dépenses des ménages consacrées aux services ont bondi de 4,8 % en août par rapport à l'an dernier. Les dépenses en restauration et hôtellerie ont progressé de 5,7 %, et les dépenses en services de santé, de 5,9 %. En revanche, l'activité manufacturière aux États-Unis est restée déprimée. La production industrielle a chuté de 1,1 % sur 12 mois en août, tandis que les livraisons totales des usines ont reculé de 2,0 % et que les nouvelles commandes manufacturières se sont contractées de 1,6 %.

Le plus récent repli de la production industrielle n'est pas attribuable à des facteurs structurels, mais il coïncide plutôt avec deux vents contraires cycliques : le déclin marqué du prix du pétrole et le ralentissement de l'activité en Chine.

Le prix du baril de pétrole a dégringolé de 105 \$ au milieu de 2014 à moins de 30 \$ en février 2016. Les producteurs mondiaux de pétrole ont abaissé leur production et cessé de lancer de nouveaux projets, ce qui a ramené les investissements liés au pétrole de 700 à 400 milliards de dollars. Les producteurs d'acier, de machines et de pièces de même que l'industrie de l'équipement lourd, qui fabriquent et fournissent les matériaux nécessaires à la construction et à l'agrandissement des installations de forage, ont vu leur activité décliner. Au cours du deuxième trimestre, les investissements non résidentiels totaux aux États-Unis ont stagné par rapport à l'année précédente et les investissements en matériel ont décliné de 1,6 %.

La chute marquée des dépenses en immobilisations liées au pétrole se traduit par un retour progressif de l'équilibre entre l'offre et la demande sur les marchés pétroliers. Globalement, l'offre de pétrole a diminué de 400 000 barils par jour au deuxième trimestre par rapport à la même période de l'an dernier, l'augmentation de la production de l'OPEP ayant partiellement contrebalancé le déclin de 800 000 barils par jour de la production américaine. La remontée du prix du pétrole dans une

fourchette de 45 à 50 \$ le baril devrait alléger la pression subie par le secteur manufacturier à mesure que les compressions des dépenses en immobilisations s'atténuent. Certains signes donnent à penser que nous en sommes au début d'un redressement des investissements dans l'énergie : le nombre de plate-formes pétrolières en exploitation, qui avait plongé de 1 600 en septembre 2014 à 320 en mai 2016, est remonté à 425 à la fin septembre.

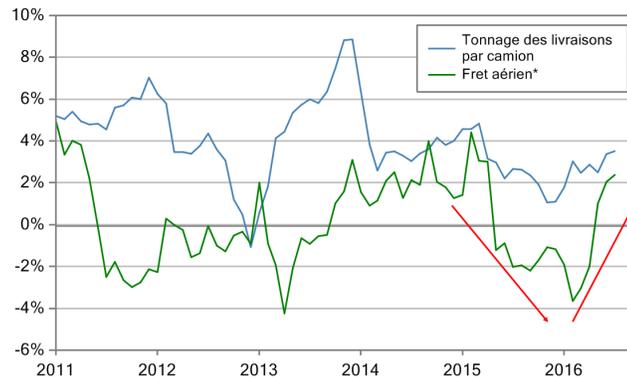
En ce qui concerne la Chine, nous avons étudié les causes de la modération de la croissance du pays dans nos Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers de septembre 2015. Les efforts déployés par le gouvernement pour réformer le système financier national et contrecarrer la corruption ont entraîné un ralentissement de secteurs cycliques clés comme l'immobilier et la construction. La croissance de la production industrielle chinoise est passée de 8,2 % en 2014 à 6,0 % en 2015 et celle des revenus globaux des entreprises industrielles a chuté de 7,0 % à 0,8 % sur la même période. Le marasme du secteur manufacturier chinois s'est ensuite transmis aux partenaires commerciaux du pays pour se répercuter négativement sur l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement.

Afin de lutter contre le ralentissement de l'économie industrielle, le gouvernement chinois a adopté de nombreuses mesures budgétaires et monétaires. Sur le plan monétaire, la banque centrale a abaissé le montant des liquidités que les banques doivent détenir en réserve afin de stimuler la croissance du crédit. Elle a également ramené son taux débiteur de référence à un an de 6 % à 4,35 %. Sur le plan budgétaire, la croissance des dépenses publiques s'est accélérée pour atteindre un taux annuel de 12 % en août. Le déficit public est du même coup passé de 0,9 % du PIB en 2014 à environ 3,0 % du PIB. Le résultat a été immédiat : le crédit bancaire a bondi, les prix du logement se sont redressés et la croissance des revenus des entreprises industrielles s'est renforcée pour atteindre le taux annuel actuel de 3,6 %. L'amélioration des conditions en Chine éliminera une importante entrave au secteur manufacturier mondial.

Les données récentes donnent à penser que l'activité manufacturière a franchi le creux de la vague. L'indice des directeurs d'achat (indice PMI) pour le secteur manufacturier mondial se situait à 50,8 en août, contre 50,0 en février (graphique 1). Les États-Unis, l'Europe et la Chine ont enregistré des progrès notables. Bien que la production industrielle américaine continue de se contracter en glissement annuel, elle gagne du terrain d'un mois sur l'autre. Cette tendance à la hausse est confirmée par divers indicateurs, tels les chargements ferroviaires, le tonnage des livraisons par camion et le fret aérien (graphique 2). La stabilisation de ces indicateurs de l'activité réelle augure d'une reprise très probable au troisième trimestre.

Graphique 2

Évolution du transport de marchandises aux États-Unis (Variation annuelle. %)



* Tonnes-milles commerciales
Source: Bureau Transportation Statistics

Dans l'ensemble, l'amélioration des conditions du secteur manufacturier mondial ouvre la voie à une accélération progressive de la croissance économique planétaire.

Les obstacles à la croissance économique au premier semestre de 2016 se dissipent progressivement

L'économie américaine a crû faiblement au deuxième trimestre; le PIB réel a progressé de 1,3 % sur 12 mois, une contraction des investissements des entreprises ayant freiné l'activité. Les dépenses de

consommation et le logement sont toutefois demeurées robustes ayant grimpé respectivement de 3,7 % et de 9,1 % sur 12 mois en termes nominaux.

En ce qui concerne l'avenir, les perspectives favorables de l'emploi et des salaires favoriseront une croissance soutenue de la consommation et de la construction de logements neufs. Combiné à la reprise progressive de la production industrielle et des investissements des entreprises, cela devrait se traduire par une accélération de la croissance du PIB réel des États-Unis au second semestre de 2016. Nous tablons sur une expansion de 2,5 % de l'économie américaine pour 2017.

Le Canada devrait également profiter d'un allègement de la pression sur le secteur énergétique et d'un redressement du secteur manufacturier mondial. L'énergie représente actuellement environ 20 % des investissements non résidentiels du pays et les dépenses en immobilisations poursuivent leur contraction. En termes nominaux, les investissements des entreprises ont diminué de 5,8 % sur un an au deuxième trimestre. Malgré une hausse de 3,3 % des dépenses de consommation et une augmentation de 8,0 % des investissements résidentiels, la croissance du PIB réel a ralenti pour s'installer à un taux modeste de 0,9 % au deuxième trimestre.

Le raffermissement de l'économie américaine, la faiblesse du huard et l'amélioration du climat des investissements des entreprises devraient aider l'économie canadienne à sortir de son anémie actuelle. À moyen terme, cependant, la croissance sera tempérée par l'endettement élevé des ménages et par le rythme excessif des dépenses de consommation. Nous prévoyons que la croissance du PIB réel canadien reviendra vers 1,5 % au second semestre de 2016 et se maintiendra près de ce niveau en 2017.

Le vote du Royaume-Uni en faveur d'une sortie de l'Union européenne ne semble pas avoir miné la confiance dans la reprise de l'Europe. L'indice PMI du secteur manufacturier de la zone euro est ressorti à 52,6 en septembre, niveau caractéristique d'une expansion de l'activité, et les ventes automobiles sont remontées de 4,7 % sur 12 mois en août.

Le fléchissement des prix de l'énergie a en outre joué un rôle moteur puisque l'Europe importe la plupart de l'énergie dont elle a besoin. Comparativement aux États-Unis et au Canada, les investissements non résidentiels ont crû de 4,1 % sur 12 mois au premier trimestre, tirés par une hausse de 6,1 % des investissements en matériel et outillage. Le PIB réel de la zone euro a progressé de 1,6 % en glissement annuel au deuxième trimestre, l'Espagne (+3,2 %), l'Allemagne (+1,7 %) et la France (+1,4 %) menant le bal. Le soutien monétaire continu de la Banque centrale européenne (BCE) et l'amélioration progressive sur le front de l'emploi devraient permettre à la zone euro de conserver ses niveaux de croissance actuels jusque dans le courant de l'an prochain.

Nos prévisions concernant le Royaume-Uni sont assombries par l'incertitude entourant les négociations sur le Brexit. La Banque d'Angleterre a agi promptement après le vote du 23 juin pour injecter des liquidités dans le système financier du pays. Elle a réduit les taux d'intérêt de 0,25 % et annoncé qu'elle achèterait pour 60 milliards de livres sterling d'obligations du gouvernement du Royaume-Uni et pour 10 milliards de livres sterling d'obligations de sociétés. Elle a en outre indiqué son intention de mettre jusqu'à 100 milliards de livres sterling à la disposition des banques commerciales, à un taux proche de 0,25 %, à condition qu'elles utilisent ces fonds pour octroyer de nouveaux prêts. Ces mesures devraient contribuer à soutenir l'économie du Royaume-Uni et à éviter un repli sévère. La Banque d'Angleterre table sur une croissance du PIB réel de 0,8 % en 2017, comparativement à 2,0 % en 2016.

Ailleurs dans le monde, le Fonds monétaire international prévoit que le PIB réel de la Chine croîtra de 6,2 %, l'Inde, de 7,6 % et le Mexique, de 2,3 % en 2017. On s'attend à ce que le Brésil et la Russie renouent avec une croissance positive l'an prochain : celle du Brésil devrait rebondir de -3,3 % à +0,5 %, et celle de la Russie, de -0,8 % à +1,1 %.

Notre scénario de base concernant le PIB réel mondial prévoit une reprise modérée, de 3,1 % en 2016 à 3,5 % en 2017.

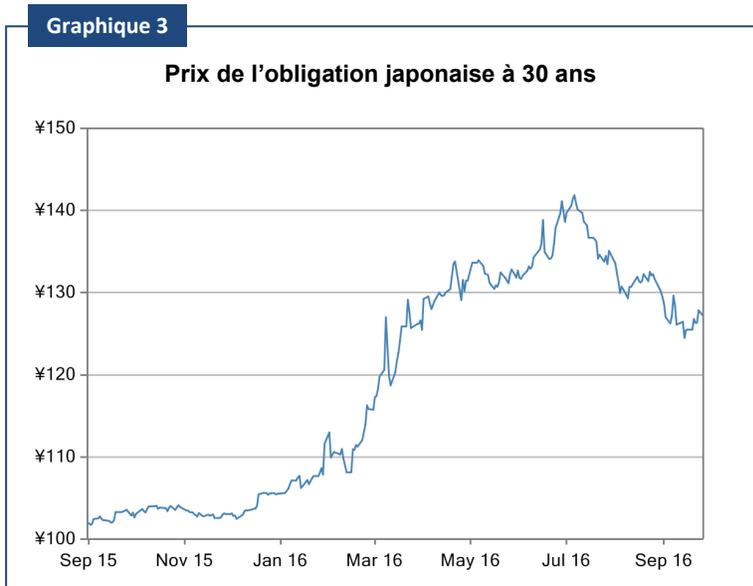
Acheteurs d'obligations : tenez-vous sur vos gardes!

Le renforcement de l'activité économique mondiale remet en question la nécessité des injections massives de liquidités effectuées par diverses banques centrales à travers le monde. Aux États-Unis, le taux des fonds fédéraux se situe toujours dans une fourchette de 0,25 % à 0,50 %, niveau associé à des conditions monétaires extrêmement souples. La Banque du Japon, la Banque d'Angleterre et la BCE continuent d'acheter pour plusieurs milliards de dollars d'obligations tous les mois afin de stimuler l'offre de monnaie et de soutenir leurs économies respectives. À mesure que la croissance reprend, ces mesures extraordinaires seront de moins en moins justifiées.

Comme les obstacles à la croissance tendent à disparaître et que les données de l'économie intérieure sont favorables, la Réserve fédérale sera sans doute la première des banques centrales mondiales à normaliser son taux directeur. En août, le taux de chômage aux États-Unis était de 4,9 %, soit un taux moindre qu'en décembre 2007, avant la crise économique mondiale. Même si l'inflation des prix à la consommation est ressortie à moins de 2,0 % en raison des faibles prix de l'énergie, l'inflation de base – qui exclut l'énergie et l'alimentation – a atteint 2,3 % en août. Les salaires médians et les gains horaires augmentent respectivement de 3,3 % et 2,4 %.

Dans les semaines qui ont précédé la décision de la Fed, annoncée le 21 septembre, de ne pas modifier ses taux d'intérêt, les obligations mondiales ont connu des pertes significatives. L'obligation du Trésor américain à 30 ans a perdu 5 % en 4 jours et 7 % par rapport au sommet de juillet. À l'échelle mondiale, les prix des obligations longues ont connu des baisses semblables. Les prix des obligations japonaises à long terme ont chuté de 12 %, ceux des Bunds allemands ont reculé de 7 % et même celui de l'obligation du gouvernement du Canada à 30 ans s'est replié de 6 % (graphique 3).

Même si les obligations ont effacé leurs pertes peu avant la fin du mois, la volatilité des taux nous rappelle combien elles peuvent perdre de la valeur en très peu de temps. Les faibles taux actuels n'offrent pas un potentiel de rendement suffisant pour protéger les investisseurs des risques de baisse du capital.



En revanche, l'amélioration des conditions économiques continuera de soutenir les bénéfices des sociétés même si les taux directeurs des banques centrales commencent à remonter. Comme indiqué plus haut, le taux des fonds fédéraux est anormalement bas, et il est peu probable qu'une progression de hausses graduelles par rapport à ce niveau déstabilisera la croissance ou nuira aux bénéfices des sociétés. **Il est intéressant de constater que durant les huit derniers cycles de resserrement monétaire de la Fed, qui se sont déroulés de 1950 à 2007, le S&P 500 a atteint son sommet en moyenne 30 mois après le premier tour de vis et a dégagé un rendement global moyen de 9,5 % sur la période de 12 mois suivant celui-ci.**

Nous demeurons malgré tout prudents dans la sélection des sociétés qui composent nos portefeuilles d'actions. Les niveaux de valorisation ont grimpé à la faveur du contexte macroéconomique favorable et de la faiblesse des taux d'intérêt. Fin septembre, le ratio cours/bénéfice du S&P 500, basé sur le bénéfice estimatif pour 2017, était de 16,3 fois, celui du S&P TSX, de 16,1 fois, celui du DAX, de 12,2 fois, celui du FTSE, de 15,2 fois et celui de l'indice MSCI Monde, de 15,5 fois. Même si ces multiples

ne sont pas excessifs d'un point de vue historique, certains secteurs du marché se négocient à des niveaux exagérés et pourraient subir des pressions dans un contexte de remontée des taux.

Nous continuons de privilégier les entreprises solides affichant des niveaux de valorisation raisonnables qui offrent un potentiel de croissance des bénéfices intéressant. Notre portefeuille d'actions affiche une valorisation raisonnable de 13,0 fois les bénéfices prévus et offre un taux de dividende de 3,1 %. Cette approche fondamentale, dans le cadre de laquelle nous accordons une attention toute particulière aux prix payés, est à notre avis la plus efficace pour maximiser les rendements à long terme, y compris dans un contexte de hausse des taux.

Nous continuons de surpondérer les actions au sein de nos portefeuilles équilibrés et évitons toute exposition aux instruments à revenu fixe à long terme.

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