



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 a progressé à son rythme le plus rapide en plus de cinq ans en 2017 grâce à la poursuite de l'expansion synchronisée dans les pays développés et en voie de développement. Le PIB réel mondial devrait continuer d'augmenter en 2018, avec une croissance attendue à 3,9 %.
- Les baisses d'impôt et la déréglementation donnent un coup de pouce supplémentaire à l'économie américaine, qui connaît déjà une solide expansion. Nous prévoyons que le PIB réel des États-Unis gagnera 2,5 % à 3,0 % cette année, avec un potentiel surcroît attribuable à la politique budgétaire.
- La croissance de l'économie canadienne devrait ralentir pour atteindre 2,0 % à 2,5 % en 2018, comparativement à 3,0 % en 2017, en raison de l'essoufflement du marché du logement.
- Nous tablons sur une expansion de 2,0 % à 2,5 % de l'économie de la zone euro, grâce aux gains de l'emploi et aux dépenses de consommation.
- La croissance a repris au Brésil et en Russie en 2017 après deux années de contraction. Les économies des marchés émergents devraient progresser de 4,9 % en 2018.
- Malgré un début d'année marqué par la volatilité, la conjoncture d'investissement continue de favoriser les actions. Les bénéfiques augmentent et il est encore possible d'investir dans des sociétés qui jouissent de valorisations raisonnables.
- Les premiers signes de reprise de l'inflation exerceront une pression à la hausse sur les taux des obligations à long terme. Ces dernières sont vulnérables à une correction importante des prix et sont à éviter.
- L'économie mondiale étant entrée dans une phase plus normale du cycle, de nouveaux déséquilibres commencent à se dessiner. Le faible taux d'épargne des ménages, l'alourdissement de la dette des sociétés et le protectionnisme commercial font partie des risques qui se profilent à l'horizon. Cependant, nous ne pensons pas que ces facteurs déclencheront une récession à court terme.

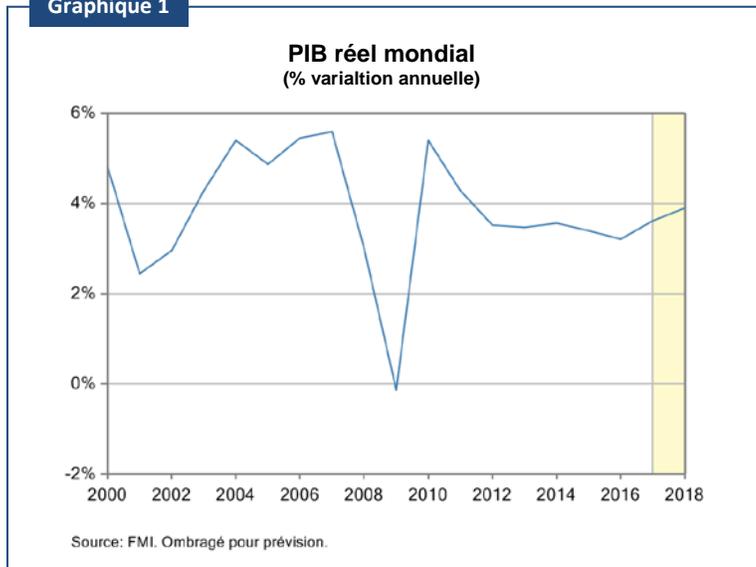


Les présents renseignements ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ne sont pas garantis par nous et pourraient être incomplets. Ils ne représentent pas un énoncé ou un sommaire complet des titres, des marchés ou des événements décrits dans ce rapport. Les opinions exprimées sont basées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

Le PIB réel mondial a affiché une avance de 3,7 % en 2017, la plus forte depuis 2011, grâce à l'expansion synchronisée des économies tant développées qu'en voie de développement. Les économies développées ont progressé de 2,3 %, comparativement à 1,7 % en 2016. La croissance des marchés émergents est passée de 4,4 % à 4,7 %, car la Russie et le Brésil ont émergé de la récession, et la Chine et l'Inde ont conservé leur dynamisme.

Graphique 1



Le contexte macroéconomique reste généralement favorable. Les taux d'intérêt et l'inflation sont relativement faibles, le revenu des ménages continue d'augmenter grâce aux créations d'emplois robustes, le secteur manufacturier mondial est en plein essor et la confiance des entreprises est élevée. Le PIB réel mondial devrait croître de 3,9 % en 2018.

Aux **États-Unis**, le PIB réel est monté de 2,3 % en 2017 grâce aux dépenses de consommation, aux investissements des entreprises et au logement. Les ménages ont profité des solides créations d'emplois et de l'augmentation soutenue des revenus. Au cours de la période de 12 mois terminée en février, 2,3 millions d'emplois ont été créés et le salaire horaire a

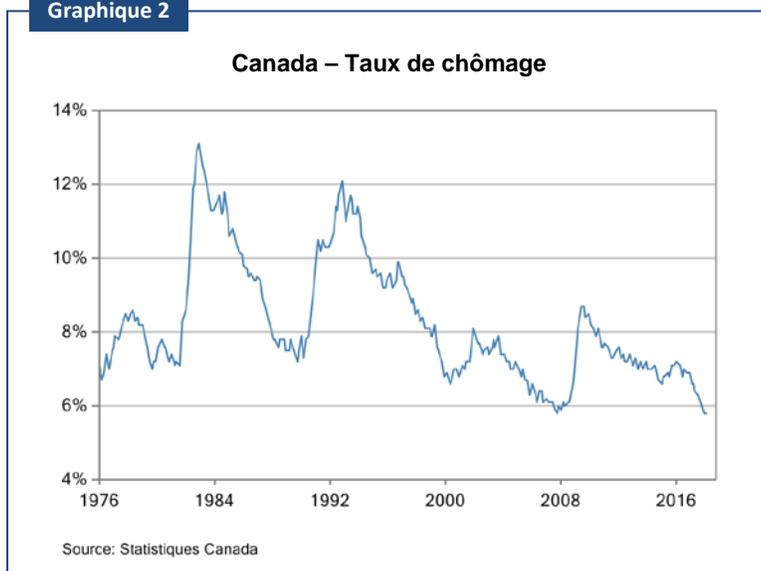
augmenté de 2,6 %. Le chômage est tombé à 4,1 %, son plus bas taux depuis 2000. La hausse continue du taux d'activité de la population en âge de travailler pourrait permettre une croissance additionnelle de l'emploi et des revenus.

Les allègements fiscaux devraient doper la progression des bénéfices des sociétés en 2018. Ces derniers sont attendus à 1 900 milliards de dollars cette année, contre 1 700 milliards en 2017, dont 75 à 100 milliards sont attribuables aux baisses d'impôts. La forte hausse des bénéfices, combinée au faible coût de financement, au taux élevé d'utilisation des capacités dans de nombreux secteurs et aux perspectives économiques favorables, laisse présager des dépenses d'investissement robustes.

Nous prévoyons que le PIB réel des États-Unis gagnera 2,5 % à 3,0 % en 2018. La croissance pourrait surprendre par sa vigueur étant donné le niveau élevé de confiance des consommateurs, l'augmentation de la richesse des ménages et la probabilité de mesures de relance budgétaire et de déréglementation supplémentaires.

Au **Canada**, la croissance économique s'est accélérée en 2017. Le PIB réel a augmenté de 2,9 % au quatrième trimestre, contre 2,0 % un an plus tôt. L'emploi est resté solide, 283 000 postes ayant été créés au cours de la période de 12 mois terminée en février. Le taux de chômage à l'échelle nationale a atteint son plus bas niveau depuis que des données comparables ont commencé à être publiées en 1976 (graphique 2).

Graphique 2



L'activité économique intérieure a été soutenue. L'indice PMI manufacturier est ressorti à 55,6 en février, signe du fort élan du secteur industriel. La construction d'habitations neuves a progressé de 10 %, et les prix de l'immobilier, de 7,5 % sur 12 mois en février. Étant donné que l'activité de construction dépasse maintenant son juste niveau par rapport au rythme de formation des ménages, nous nous attendons à ce que sa croissance ralentisse mais reste positive.

Malgré la dépréciation de la monnaie, le déficit commercial s'est

inscrit à 55 milliards de dollars canadiens au quatrième trimestre, comparativement à 24 milliards un an plus tôt. Le Canada enregistre un déficit commercial depuis la crise financière de 2008-2009. La balance commerciale s'est détériorée dans la plupart des grands secteurs, dont ceux des produits de consommation, des véhicules automobiles et des machines. La seule exception concerne l'industrie du pétrole et du gaz, où les échanges nets sont restés positifs et sur une pente ascendante depuis une décennie. L'incertitude entourant l'ALENA indique que les échanges continueront à court terme de brider la croissance.

Nous nous attendons à ce que l'économie canadienne progresse de 2,0 % à 2,5 % en 2018.

L'**Europe** continue de prendre du mieux. Le PIB réel est monté de 2,7 % sur 12 mois au quatrième trimestre de 2017. Dans l'ensemble de la zone euro, 2,4 millions de nouveaux emplois ont été créés durant les 12 mois terminés en septembre, tandis que le taux de chômage est tombé à 8,6 % en janvier, contre 9,6 % un an plus tôt. Le revenu disponible a augmenté de 2,7 % en glissement annuel au quatrième trimestre, ce qui a fait grimper de 6,3 % et 3,4 % respectivement les ventes d'automobiles et de tous les autres biens de consommation. Toutes les grandes économies de la région sont en plein essor, et nous prévoyons que le PIB réel de la zone euro gagnera 2,0 % à 2,5 % en 2018.

Le PIB réel du **Royaume-Uni** a augmenté de 1,4 % au quatrième trimestre, car l'incertitude continue entourant le Brexit nuit à la confiance des entreprises. La livre sterling a perdu 20 % par rapport à l'euro depuis le milieu de 2015. L'inflation s'est chiffrée à 3,0 % sur 12 mois en janvier, ce qui pousse la Banque d'Angleterre à envisager une hausse de taux. Le Fonds monétaire international (FMI) table sur une croissance de 1,5 % de l'économie britannique en 2018.

Au **Japon**, le PIB réel a grimpé de 2,1 % en glissement annuel au quatrième trimestre, les entreprises ayant accéléré leurs dépenses d'investissement. Le FMI a récemment relevé de 0,7 % à 1,2 % sa prévision concernant la croissance du PIB réel en 2018, ce qui cadre avec nos estimations de 1,0 % à 1,5 %.

Parmi les **marchés émergents**, les économies du groupe BRIC ont connu une bonne année 2017. Le Brésil et la Russie ont tous deux renoué avec la croissance après deux années de contraction. En Inde, le PIB réel a augmenté de 6,6 % sur 12 mois, contre 6,9 % pour la Chine.

La reprise du Brésil a été tirée par les dépenses de consommation et les investissements des entreprises. La croissance des dépenses d'investissement est redevenue positive au quatrième trimestre, atteignant 3,7 % en termes réels, la première expansion annuelle en 14 trimestres consécutifs. Nous nous attendons à une progression de 1,5 % à 2,5 % du PIB réel en 2018.

L'économie russe a avancé de 1,5 % en termes réels en 2017, car les exportations se sont redressées à la faveur du renchérissement de l'énergie. L'inflation devrait rester discrète, les salaires réels sont en hausse et la banque centrale continuera probablement de réduire ses taux d'intérêt. Le FMI table sur une croissance du PIB réel de 1,7 % en 2018.

Dans l'ensemble, les économies des marchés émergents devraient progresser de 4,9 % en 2018, soit leur taux d'expansion le plus élevé en cinq ans.

Risques à l'horizon

Au cours de la dernière décennie, les déséquilibres économiques mondiaux ont été traités et, pour la plupart, corrigés. Les ménages américains ont ramené leur dette à 104 % de leur revenu en 2017, comparativement à un pic de 132 % en 2007. Le déficit des États-Unis, qui atteignait 9 % du PIB en 2010, n'en représentait plus que 3,4 % en 2017. En Europe, les banques ont réduit considérablement leur endettement. Dans l'ensemble du système bancaire de la zone euro, le ratio actifs/fonds propres est passé de 18 fois en 2008 à 12,5 fois en 2017.

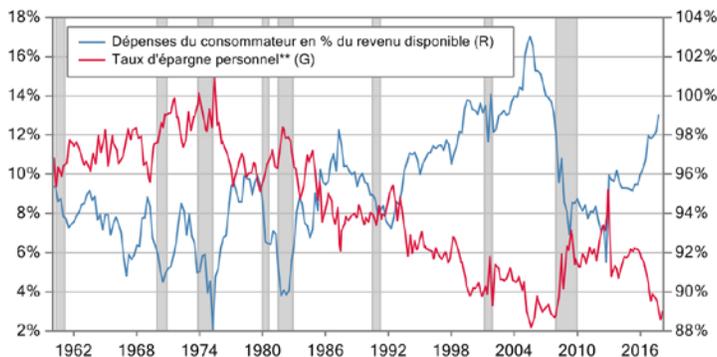
L'économie mondiale est maintenant en plein essor. Le PIB américain devrait afficher son meilleur taux de croissance nominale en 2018 depuis la Grande récession. Cela a fait grimper les cours des actions et remonter les taux d'intérêt. L'optimisme étant généralement à la hausse, nous constatons que les conditions sont réunies pour de nouveaux excès. Le faible taux d'épargne des ménages, l'alourdissement de la dette des sociétés et le protectionnisme commercial font partie des facteurs qui

pourraient provoquer de l'instabilité et, au bout du compte, une récession. Ces risques méritent selon nous un examen plus attentif.

Le taux d'épargne des États-Unis est tombé à une moyenne de 3,0 % sur trois mois, taux proche des creux observés avant récession de 2008-2009. En outre, notre indicateur des dépenses de consommation, qui comprend les dépenses liées à la construction de maisons neuves, est passé d'environ 95 % à 99 % du revenu disponible au cours des trois dernières années (graphique 3). Un pourcentage supérieur à 100 % indique habituellement que les finances des ménages sont précaires.

Graphique 3

É.-U. – Mesures sur les finances des ménages



* Dépenses sur biens, services et construction résidentielle
 **Moyenne de trois mois
 Source: Census Bureau, BEA, LBA. Ombragés pour périodes de récessions.

Même si le faible taux d'épargne est préoccupant, les perspectives à moyen terme des dépenses de consommation américaines demeurent positives. La richesse des ménages atteint de nouveaux sommets à la faveur de la hausse de la valeur des maisons et des cours boursiers. Les créations d'emplois connaissent un rythme soutenu et la croissance des salaires commence à s'accélérer. Par conséquent, nous pensons que les Américains pourront financer leurs niveaux de consommation actuels à même leurs revenus sans devoir puiser davantage dans leurs économies.

Un autre facteur de risque est l'endettement grandissant des sociétés. Le ratio dette/BAlIA (bénéfice avant intérêts, impôts et amortissement) des sociétés non financières américaines a atteint 4,3 au troisième trimestre. Même si nous sommes encore loin du pic de 5,1 atteint juste avant l'éclatement de la bulle technologique, l'endettement des entreprises n'a cessé toutefois d'augmenter au cours de la dernière décennie, motivé par des taux d'intérêt ultra-bas. Il convient par ailleurs de souligner que les taux d'intérêt et les écarts de crédit frôlent toujours des creux historiques. À mesure que les taux et les écarts se normaliseront au cours des prochaines années, le fardeau des intérêts s'alourdira et les sociétés très endettées pourraient, en particulier, avoir de la difficulté à se refinancer.

Le gouvernement des États-Unis a également prévu d'augmenter ses emprunts afin de financer les baisses d'impôts et de couvrir ses futures dépenses d'infrastructure. Le déficit devrait ainsi passer de 665 milliards de dollars en 2017 à environ 1 000 milliards en 2019, soit environ 5 % du PIB. Ces mesures de stimulation arrivent alors même que le marché du travail est serré et la production industrielle, robuste. Cela fera grimper les taux d'intérêt et, du même coup, exercera une pression sur les ménages et les entreprises. À court terme cependant, les mesures de relance budgétaire supplémentaires dopperont probablement la croissance, ce qui contrebalancera en partie les effets de la hausse des taux.

L'apparition de ces risques est le signe que le cycle économique arrive à maturité, mais nous ne sommes pas encore près d'entrer en récession. En fait, les récessions se produisent habituellement lorsque la banque centrale tente d'endiguer l'inflation et de ralentir la croissance en relevant suffisamment les taux d'intérêt pour resserrer le crédit, ce qui se traduit au bout du compte par un recul de la demande. À notre avis, le cycle économique a donc encore du chemin à parcourir.

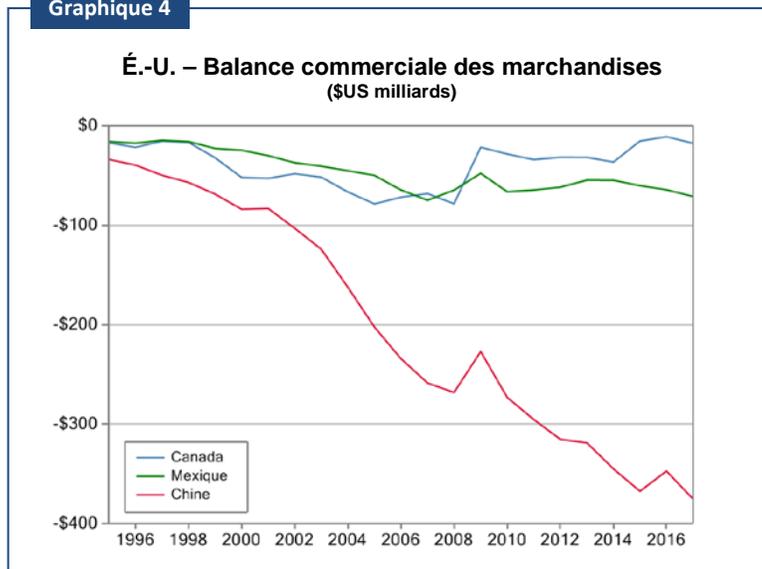
Les retombées du protectionnisme commercial représentent un risque plus immédiat avec lequel il faudra composer. Les États-Unis ont annoncé des mesures visant à réduire les importations, dont la renégociation de l'ALENA et l'imposition de tarifs douaniers sur l'acier et l'aluminium importés. Des négociations sont également en cours au sujet de l'instauration éventuelle de tarifs douaniers sur certains produits chinois.

Ces mesures protectionnistes sont prises en partie pour des raisons politiques. L'administration américaine fait la promotion des tarifs dans certains secteurs afin de ramener des emplois aux États-Unis, sans égard au fait que l'économie frôle déjà le plein emploi. Un autre objectif consiste à réduire le déficit commercial total, qui se chiffrait à 572 milliards de dollars ou 3 % du PIB en 2017.

Le déficit commercial américain est davantage structurel que cyclique : les services affichent un net excédent alors que les biens souffrent d'un déficit considérable. Les importations américaines de marchandises dépassent de loin les exportations depuis les années 1970. L'abolition de l'ALENA ne changerait pas grand-chose à cette dynamique. Le déficit des États-Unis avec le Canada est de 15 milliards de dollars, et leur déficit de 70 milliards avec le Mexique est relativement faible par

rapport à celui avec la Chine, chiffré à 375 milliards (graphique 4). Malgré qu'un risque pèse encore sur l'ALENA, nous pensons que les trois pays arriveront au bout du compte à une entente.

Graphique 4



Nous pensons aussi que les États-Unis parviendront à un compromis avec la Chine, car les conséquences préjudiciables du protectionnisme sont bien connues. À présent que la Chine est un acteur mondial de poids, les irritants commerciaux comme l'inégalité des tarifs et la faiblesse chronique de la monnaie doivent être réglés. Par exemple, la Chine impose des droits de 25 % sur les véhicules importés des États-Unis, alors que les droits américains correspondants sont de 2,5 %. Les États-Unis étant le principal marché des produits chinois, il est donc dans l'intérêt de la Chine de négocier des conditions qui favorisent une relation plus équilibrée. De leur côté, les États-Unis ont aussi profité d'une plus grande intégration commerciale. Leurs exportations ont augmenté en moyenne de

5,7 % par an au cours des 25 dernières années, ce qui est bien supérieur au taux de croissance annuel du PIB nominal des États-Unis (4,5 %) durant la même période. Par ailleurs, les consommateurs américains ont eu accès à des biens étrangers bon marché et, en échange, le pays a injecté des liquidités en dollars américains – la monnaie de réserve mondiale – partout dans le monde.

Étant donné le degré élevé d'incertitude concernant le protectionnisme et ses répercussions, nous continuons de surveiller de près la situation au chapitre des échanges. À cette étape, cependant, nous ne pensons pas que les mesures déjà annoncées auront une incidence importante sur notre prévision de croissance mondiale. La volonté des différents pays de négocier est encourageante et devrait empêcher une aggravation des tensions.

La sélection de titres est plus importante que jamais

L'indice S&P 500 a progressé de 28 % entre la fin de l'année 2016 et son sommet de la fin janvier 2018. Cette ascension rapide s'est traduite par des valorisations élevées, et il n'est peut-être pas surprenant que les marchés boursiers se soient depuis en partie repliés. Malgré la volatilité observée durant le trimestre, le S&P 500 s'inscrit toujours en hausse de 18 % sur la période allant de la fin décembre 2016 à la mi-mars 2018, et tous les principaux marchés demeurent en territoire positif sur cette période.

L'accélération de la croissance économique mondiale crée une forte demande de biens et de services divers. Les bénéfices des sociétés, moteur fondamental des rendements futurs des actions, devraient fortement augmenter en 2018. On prévoit que les bénéfices des sociétés de l'indice MSCI Monde progresseront de 20,9 % cette année. Les valorisations demeurent raisonnables sur l'ensemble des marchés : le ratio cours/bénéfice de l'indice MSCI Monde, calculé d'après les bénéfices estimatifs de 2018, est de 15,5 fois.

Même si les conditions sont réunies pour le développement de déséquilibres économiques futurs, la conjoncture actuelle continue de favoriser les actions. En privilégiant l'analyse fondamentale des sociétés et en payant des prix raisonnables, nous nous efforçons de choisir des actions qui procureront un rendement attrayant tout en évitant les risques démesurés.

Les craintes d'inflation augmentent le risque des obligations à long terme

Malgré la situation favorable de l'emploi et des salaires aux États-Unis et au Canada, les taux d'intérêt demeurent obstinément bas depuis le début de l'année. Le taux de l'obligation du Canada à 30 ans était de 2,2 % à la fin mars, niveau pratiquement inchangé par rapport au quatrième trimestre.

L'étroitesse du marché du travail et les premiers signes de pression sur les salaires signalent une accélération de l'inflation. Cela exercera une forte pression à la baisse sur le prix des obligations, en particulier de celles assorties de longues échéances. Le risque de baisse sera encore plus important si des restrictions commerciales supplémentaires sont mises en place, car celles-ci rendront les biens importés encore plus chers et aggraveront la menace inflationniste.

Dans l'ensemble, nous continuons de privilégier la préservation du capital au sein des placements à revenu fixe et restons persuadés qu'à moyen terme, le rendement d'un portefeuille d'actions soigneusement choisies dépassera ceux des liquidités et des obligations.

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