



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 l'élan, tirée par le renforcement de l'activité dans les pays développés et par une croissance robuste et stable dans les pays émergents.
- La modicité des taux d'intérêt et de l'inflation soutient l'activité économique mondiale. Il n'y aura vraisemblablement pas de récession avant plusieurs années.
- Nous prévoyons une progression de 2,5 % du PIB réel des États-Unis en 2018. La croissance pourrait même être plus élevée en raison des baisses d'impôt et de la dérèglementation.
- Vigoureuse en 2017, la croissance de l'économie canadienne devrait se modérer autour de 2,0 %-2,5 % en 2018 sous l'effet d'une accalmie du marché du logement.
- Dans la zone euro, une amélioration générale de la demande intérieure et des bénéfices des entreprises étayera une croissance de l'ordre de 2,0 %-2,5 % en 2018.
- Le Brésil et la Russie sont sortis de la récession, portés notamment par la hausse des prix des produits de base. On prévoit que la croissance des pays émergents grimpera à 4,9 % en 2018, un sommet en cinq ans.
- Les indices boursiers mondiaux atteignent des sommets historiques, dopés par des prévisions de bénéfices optimistes; cependant, les valorisations sont tendues dans certains secteurs clés du marché. Aux États-Unis, les baisses d'impôt vont bonifier les bénéfices des sociétés axées sur le marché intérieur, notamment dans les secteurs des télécommunications, de la finance et de la vente au détail.
- Les grandes banques centrales du monde ont commencé à normaliser leur politique monétaire. En 2018, la poursuite du relèvement des taux directeurs rendra les obligations à long terme de plus en plus vulnérables à une correction.



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 conjoncture macroéconomique mondiale reste positive

Des taux d'intérêt peu élevés et une inflation modeste ont créé une conjoncture propice à une longue phase d'expansion de l'économie. L'amélioration de la situation économique renforce les attentes de croissance des bénéfices des entreprises, et les conditions de financement sont excellentes. Dans la majorité des pays développés, l'écart entre les obligations d'État et celles des sociétés n'a jamais été aussi faible en plus d'une décennie. Les sociétés américaines bénéficient du coût du financement le plus bas depuis les années 1950 (graphique 1).

Graphique 1

É.-U. Taux corporatif moyen BBB



L'effet positif de cette évolution mondiale a contribué à synchroniser la croissance dans les différents pays. La baisse du coût du financement et l'amélioration des bénéfices ont ouvert la voie à une hausse des salaires et des investissements, laquelle soutient la croissance économique et une nouvelle progression des bénéfices dans un cercle vertueux. L'économie mondiale prend de la vitesse et le risque de récession demeure faible.

Aux **États-Unis**, le PIB réel a crû de 2,3 % sur 12 mois au troisième trimestre. Les bénéfices après impôt des sociétés ont augmenté de 7,7 % sur un an, provoquant une hausse de 6,0 % des dépenses en

immobilisations durant la même période. Les dépenses de consommation ont aussi été solides; elles ont monté de 4,1 % sur 12 mois, dopées par la vigueur de l'emploi, la croissance modérée des salaires et le niveau record de l'avoir net des ménages.

Bien que le taux d'épargne ait baissé depuis un an pour toucher 2,9 % en novembre, la progression soutenue de l'emploi et des salaires devrait maintenir la consommation à ses niveaux actuels dans le futur. Les investissements des entreprises et le marché du logement devraient rester robustes. Le resserrement de l'utilisation de la capacité s'ajoutera à la hausse des bénéfices et à des conditions financières favorables pour encourager les dépenses en immobilisations en 2018. Dans l'ensemble des industries, le taux d'utilisation des capacités des usines a grimpé depuis deux ans et il atteint un niveau compatible avec de nouveaux investissements. Nous nous attendons à une progression de 6,0 % des investissements des entreprises l'an prochain.

Du côté du marché immobilier, la construction de logements neufs sera encouragée par la hausse du prix des maisons, des taux hypothécaires abordables, et le plus faible taux d'inoccupation des logements en près de deux décennies. Nous nous attendons à ce que les mises en chantier progressent vers 1,3-1,4 million d'unités en 2018. Ce chiffre pourrait même être plus élevé, vu la demande latente des acquéreurs d'une première maison ayant de 20 à 35 ans.

Notre scénario de base prévoit une expansion de 2,5 % du PIB réel des États-Unis en 2018. Cette croissance pourrait atteindre 3,0 % en tenant compte du surcroît occasionné par les

baisses d'impôt annoncées ainsi que de la continuation du programme de déréglementation. L'incertitude entourant la politique commerciale mondiale fait encore peser un risque sur nos perspectives, mais la renégociation de l'ALENA prendra probablement un certain temps et ne devrait pas avoir de répercussions importantes sur la croissance durant l'année à venir.

Le **Canada** bénéficie lui aussi de conditions économiques favorables et d'une faible inflation. La croissance du PIB réel s'est établie à 3,0 % sur 12 mois au troisième trimestre. L'économie a surtout été tirée par les consommateurs, mais sa croissance future proviendra vraisemblablement des dépenses en immobilisations. Les bénéfices des entreprises ont augmenté de 11,5 % sur un an, répandue dans l'ensemble des secteurs d'activité. Un taux d'utilisation de la capacité relativement élevé de 85 % laisse entrevoir une hausse des dépenses consacrées aux installations et aux équipements.

Le marché du logement devrait se modérer sous l'effet d'une abordabilité de plus en plus problématique. Le ratio des prix des logements au revenu disponible a atteint 5,8, contre 5,3 à la fin de 2016 (graphique 2). Il est de 3,2 aux États-Unis. Parallèlement, la dette des ménages a grimpé à un nouveau sommet de 175 % du revenu disponible, malgré une hausse solide du revenu personnel de 3,7 % sur un an au troisième trimestre.

Alors que l'apport du secteur du logement à l'économie canadienne diminuera progressivement, nous prévoyons que la croissance du PIB réel se modérera autour de 2,0 %-2,5 % en 2018.

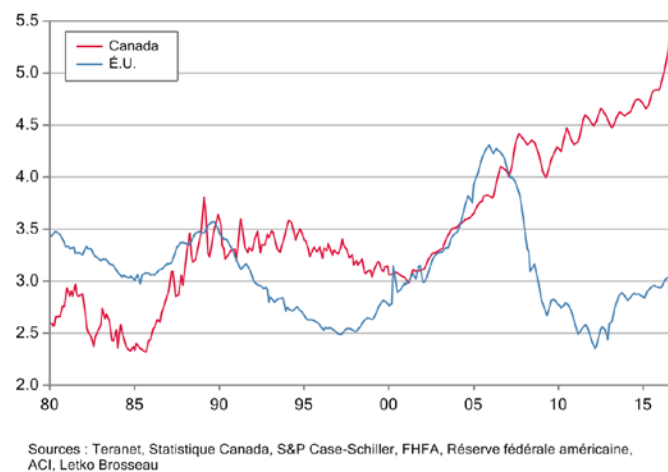
La croissance s'accélère en **Europe**. Le PIB réel a gagné 2,6 % en glissement annuel au troisième trimestre, avec une expansion de 3,1 % en Espagne, 2,8 % en Allemagne, 2,5 % au Portugal, 2,3 % en France et 1,7 % en Italie. L'embellie de l'emploi et une augmentation modérée des salaires ont entraîné une hausse de 2,8 % du revenu disponible sur un an au deuxième trimestre, ce qui a soutenu une remontée solide des dépenses de consommation. Le marché du logement (+7,0 %) et les investissements des entreprises (+5,2 %) ont également contribué fortement à la croissance économique.

Une importante demande latente devrait soutenir la croissance dans cette partie du monde pendant de nombreuses années. Malgré des gains d'emploi impressionnants, le taux de chômage demeure relativement élevé à 8,8 %. La croissance du crédit est devenue positive en France et en Allemagne, mais elle se contracte toujours en Espagne, en Italie et au Portugal. La poursuite de la normalisation sur ces deux plans devrait stimuler l'activité économique.

Nous prévoyons que la croissance du PIB réel de la zone euro se renforcera autour de 2,0 %-2,5 % en 2018.

Graphique 2

Ratio du prix moyen des maisons au revenu disponible



Par contraste, les perspectives de croissance du **Royaume-Uni** sont moroses en raison de l'incertitude menaçante que fait planer le Brexit. La livre a perdu 21 % vis-à-vis du dollar US par rapport à son sommet du milieu de 2014, ce qui a alimenté l'inflation. L'indice des prix à la consommation était en hausse de 3,2 % en novembre, l'un des taux les plus élevés des pays développés.

Les longues négociations entourant la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne ont nui à la confiance des entreprises et ralenti l'activité économique. Le PIB réel a progressé de 1,7 % au troisième trimestre, contre 1,8 % en 2016 et 2,3 % en 2015. Les pourparlers sur le Brexit prendront vraisemblablement du temps et continueront de peser sur la confiance à moyen terme. Le FMI prévoit que la croissance se stabilisera à son niveau actuel (+1,5 %) en 2018.

Le PIB réel du **Japon** s'est accru de 2,1 % sur 12 mois au troisième trimestre, par rapport à 0,9 % en 2016. Les entreprises ont vu leurs bénéfices bondir de 5,5 % sur un an au troisième trimestre et ont augmenté leurs investissements. Les dépenses en immobilisations ont monté de 5,2 % sur un an au troisième trimestre.

Selon nous, le FMI sous-estime le dynamisme de l'économie japonaise en prévoyant une croissance de 0,7 % du PIB réel en 2018. Notre prévision se situe plutôt autour de 1,0 % à 1,5 %.

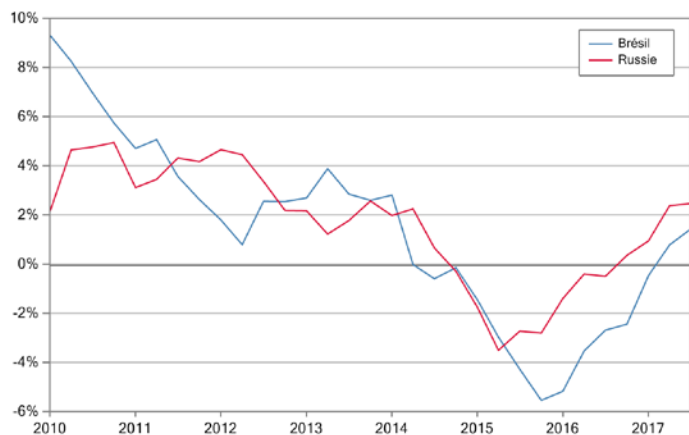
La croissance se renforce dans les **pays émergents**. Au troisième trimestre, la progression sur 12 mois du PIB réel atteignait 6,8 % en Chine et 6,3 % en Inde. Au Brésil et en Russie, l'économie a passé le creux de la vague et devrait continuer de s'améliorer.

Le Brésil est sorti de la pire récession jamais enregistrée au premier trimestre de 2017. Dès lors, la croissance ne cesse de s'affermir. Au troisième trimestre, le PIB réel était en hausse de 1,4 % sur un an, tiré par une augmentation de 2,2 % des dépenses de consommation. Maintenant que le taux directeur de la banque centrale touche un creux record de 7 %, que les salaires réels augmentent, que les conditions de crédit s'améliorent et que le marché du travail se rétablit progressivement, l'économie est bien placée pour connaître une expansion alimentée par la consommation. En Russie, la croissance du PIB réel est devenue positive au quatrième trimestre de 2016 et a continué de s'accélérer en 2017, profitant d'un rebond du prix du pétrole (graphique 3).

La croissance des pays émergents devrait s'accélérer à 4,9 % en 2018, son rythme le plus rapide en cinq ans. Compte tenu de l'essor général des économies développées, nous prévoyons que le PIB réel mondial grimpera de 3,7 % en 2018.

Graphique 3

Croissance PIB Réel
(variation annuelle, %)



Valorisation raisonnable des actions ou esprits animaux

Les marchés financiers mondiaux ont beaucoup monté en 2017. Sur douze mois, le rendement global (en \$CA) a été de +13,8 % pour le S&P 500, +9,1 % pour le S&P TSX, +24,0 % pour le DAX, +14,3 % pour le FTSE-100, +17,0 % pour le Nikkei et +28,1 % pour l'indice MSCI Marchés émergents.

Bien que la performance boursière se soit appuyée sur une amélioration de l'activité économique et une croissance des bénéfices, les valorisations se tendent dans certains secteurs clés. Aux États-Unis, un petit nombre de titres appelés collectivement « FANG » ou « FAAMG » (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google et Microsoft) ont dominé le rendement de l'indice S&P 500. Ces six titres – parmi les 500 sociétés de l'indice américain – représentent 13 % de la valeur du marché et ont été responsables de 23,4 % de son rendement total durant l'année écoulée (au 31 octobre 2017).

Peut-être à l'exception d'Apple, les actions FANG/FAAMG se négocient à des valorisations élevées qui rappellent quelque peu la bulle des technos de 1997-2000. Par exemple, Amazon se négocie à 192 fois le bénéfice estimatif de 2018. Les soi-disant « esprits animaux » motivent également la demande pour le Bitcoin, monnaie numérique dont la valeur a été multipliée par 18 depuis le début de l'année.

Malgré ces exemples d'excès du marché, il est encore possible d'investir dans un portefeuille diversifié de sociétés offrant des valorisations attrayantes et de bonnes perspectives d'appréciation. Notre portefeuille d'actions se négocie très raisonnablement à 13 fois les bénéfices prévus et offre un taux de dividende de 3 %. De plus, nos positions américaines comprennent des sociétés axées sur le marché intérieur dans les secteurs des télécommunications, de la finance et de la vente au détail, où les valorisations correspondent aux moyennes historiques et où les baisses d'impôt sont susceptibles de dynamiser fortement les bénéfices.

Nous croyons que le moyen le plus sûr de capturer de la valeur sur des horizons plus longs demeure de bien comprendre les sociétés et, très important, d'investir dans leurs actions lorsqu'elles affichent une décote par rapport à leur juste valeur intrinsèque.

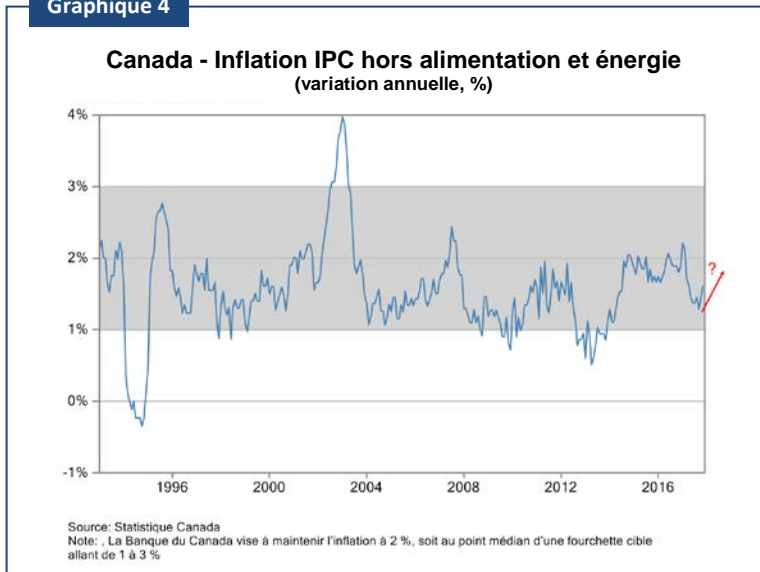
Mise en garde aux acheteurs d'obligations : les pressions inflationnistes sont modérées mais elles prennent forme

Constatant l'embellie des conditions économiques, les grandes banques centrales du monde ont commencé à normaliser leur politique monétaire. La Réserve fédérale américaine a relevé le taux des fonds fédéraux pour la cinquième fois depuis 2015 en décembre, le hissant dans une fourchette de 1,25 %-1,50 %, et on s'attend généralement à d'autres hausses de taux en 2018. La Banque du Canada devrait lui emboîter le pas durant la nouvelle année, après deux relèvements de taux en 2017. En Europe, la BCE a annoncé qu'au 1^{er} janvier, elle réduirait le rythme de ses achats d'actifs de 60 à 30 milliards d'euros jusqu'à la fin septembre 2018.

Compte tenu du long intervalle entre le resserrement de la politique monétaire et son impact sur les conditions économiques, les banques centrales du monde entament un retrait progressif de liquidités du système financier malgré une inflation modérée. La mesure de l'inflation préférée de la Fed – le déflateur des dépenses de consommation des ménages hors alimentation et énergie

– se situe actuellement à 1,5 %. D'après l'indice des prix à la consommation (IPC) hors alimentation et énergie, l'inflation s'établit à 1,6 % au Canada (graphique 4) et 0,9 % dans la zone euro.

Graphique 4



Les taux courts ayant monté en l'absence de preuve manifeste d'inflation, la courbe des taux s'est aplatie au Canada et aux États-Unis. L'écart entre les taux des obligations du gouvernement du Canada à 2 et à 30 ans s'est resserré, passant de 1,6 % au début de l'année à tout juste 0,6 % à la fin de l'année. Le taux obligataire à 10 ans a clôturé l'année à 2,0 % au Canada et 2,4 % aux États-Unis.

Une forte croissance de l'emploi, la progression des salaires, le resserrement de la capacité industrielle et la hausse des prix des produits de base mettent la table pour une accélération de l'inflation en 2018. Les banques centrales continuant de resserrer leur politique, des pressions à la hausse

s'exerceront sur les taux sur l'ensemble de la courbe. Dans ce contexte, les obligations à long terme, qui sont plus sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt, sont de plus en plus vulnérables à une correction.

Nous continuons de détenir des obligations de très courte durée et de privilégier les actions par rapport aux obligations dans les mandats équilibrés.

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