

Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers



Gestion de
placements
globale

Juin 2018

SOMMAIRE

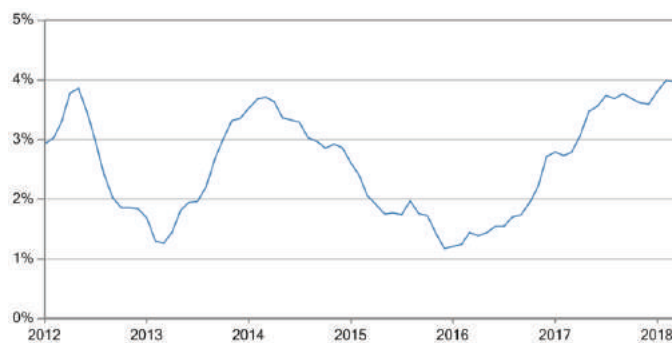
- La croissance s'est accélérée à l'échelle planétaire au cours de la première moitié de 2018, tant dans les économies développées que dans les économies en développement. Le PIB réel mondial devrait croître de 3,9 % en 2018, ce qui serait sa plus forte croissance en sept ans.
- Les réductions d'impôts ont stimulé les investissements des entreprises aux États-Unis, amplifiant une expansion économique déjà impressionnante. Nous prévoyons que la croissance du PIB réel des États-Unis en 2018 se situera entre 2,5 % et 3,0 %.
- L'économie canadienne jouit d'une robuste croissance, aidée par la création d'emplois. Malgré des incertitudes commerciales et un refroidissement du marché de l'habitation, l'économie canadienne devrait croître de 2,0 %-2,5 %.
- La zone euro s'achemine vers une croissance économique comprise entre 2,0 % et 2,5 %, les gains d'emplois continuant de soutenir les dépenses de consommation.
- Les économies émergentes demeurent vigoureuses, avec certaines exceptions, dont le Brésil et la Turquie, qui sont aux prises avec des problèmes politiques.
- Les négociations commerciales houleuses entre les États-Unis et la Chine ainsi que la renégociation en cours de l'ALENA créent de l'incertitude dans les pays concernés. Bien que cela représente un risque pour notre prévision de la croissance mondiale, nous pensons qu'il existe une communauté d'intérêts qui indiquerait que des accords favorables au commerce finiront par prévaloir.
- Le contexte d'investissement demeure propice aux actions, car une accélération de l'économie mondiale favorisera une amélioration des profits. Alors que nous entrons dans une phase plus avancée du cycle économique, il demeure crucial de porter une grande attention aux valorisations.
- Étant donné les pressions inflationnistes grandissantes et la réorientation des banques centrales vers des politiques moins expansionnistes, les taux d'intérêt devraient augmenter. Les porteurs de titres de créance à long terme, qui sont particulièrement sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt, risquent de subir des pertes en capital substantielles lorsque les prix s'ajusteront à une hausse des taux.

LA CROISSANCE MONDIALE S'ACCÉLÈRE

La croissance mondiale continue de s'accélérer tant dans les économies développées que dans les économies en développement. Le taux de chômage dans certains pays développés est tombé à son plus bas niveau depuis des décennies et des signes montrent que les salaires augmentent. La croissance de la production industrielle se situe à un sommet de sept ans (graphique 1) et les investissements corporatifs tendent vers le haut, grâce aux robustes profits des entreprises. La probabilité d'une récession à court terme demeure faible. Bien que nous entrons dans la phase du cycle où le risque de volatilité et d'autres perturbations est le plus élevé, il n'existe aucun facteur vraiment susceptible d'entraver les forces sous-jacentes à la croissance économique.

Le Fonds monétaire international prévoit que la croissance du PIB réel mondial atteindra 3,9 % en 2018, soit légèrement plus que celle de 3,8 % enregistrée l'an dernier.

Graphique 1 :
Production industrielle mondiale (% variation annuelle)



*Moyenne mobile sur trois mois. Source : CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Aux États-Unis, le PIB réel a augmenté de 2,8 % sur douze mois au premier trimestre de 2018, à la faveur des dépenses des entreprises. Les investissements non résidentiels des entreprises ont progressé de 8,4 % en termes nominaux sur la même période. Les investissements liés au pétrole et au gaz bondi de 44 %, le prix du baril de pétrole WTI passant d'un peu plus de



40 \$ à 65 \$ entre l'été 2017 et février 2018. D'autres secteurs ont aussi contribué puisque les dépenses d'investissement hors énergie ont augmenté de 7,0 %.

La croissance de l'emploi continue de soutenir les dépenses de consommation. Au cours de la période de trois mois terminée en mai, 179 000 emplois par mois ont été créés en moyenne, pendant que le taux de chômage a diminué à 3,8 % et que les salaires horaires ont augmenté de 2,7 % par rapport à la même période de l'an dernier. Avec l'aide supplémentaire des baisses d'impôts sur le revenu, le revenu disponible des ménages total a crû de 4,0 % et les dépenses des ménages ont progressé de 4,4 % au premier trimestre par rapport à la même période de l'an dernier.

En mai, 1,3 million de logements ont été construits, en chiffres annualisés. Étant donné la demande refoulée des jeunes ménages qui ont retardé leur achat d'un premier logement ces dernières années, la construction devrait augmenter pour se situer entre 1,3 et 1,5 million d'unités durant les prochains trimestres.

Nous pensons que l'élan positif de l'économie américaine se poursuit. Les indicateurs avancés que sont les commandes manufacturières, la confiance des consommateurs et les permis de construction signalent tous une poursuite de la solide croissance cette année. Nous prévoyons que l'expansion du PIB réel des États-Unis en 2018 sera comprise entre 2,5 % et 3,0 %.

Les dépenses de consommation et les investissements des entreprises ont aussi contribué à une croissance économique robuste au Canada. Le PIB réel a augmenté de 2,3 % au premier trimestre par rapport à l'an dernier. La consommation a progressé de 4,0 % en termes nominaux, à la faveur d'une solide création d'emplois et d'une croissance soutenue des salaires. Au cours de la période de 12 mois terminée en mai, l'économie canadienne a créé 238 000 emplois et le taux de chômage a chuté à 5,8 %, son plus faible niveau depuis que des données comparables sont publiées, soit depuis 1976. Les salaires horaires ont crû de 3,9 %.

Les investissements des entreprises se sont inscrits en hausse de 8,3 % entre les premiers trimestres de l'an

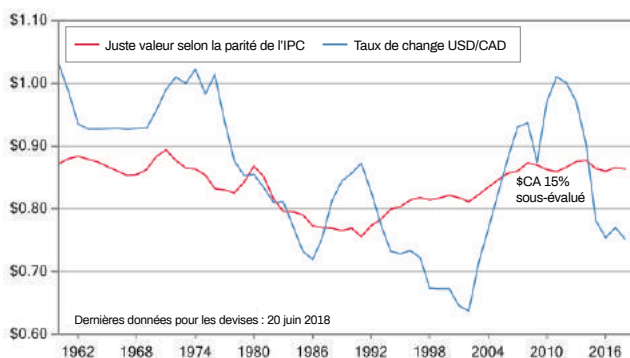
dernier et de cette année. Les usines et les équipements fonctionnant à plus de 85 % de leur capacité, toute augmentation de la demande des consommateurs oblige les entreprises à rehausser leurs actifs immobilisés. Alors que la demande continue de croître et que la confiance des entreprises demeure solide, les dépenses d'investissement devraient demeurer robustes.

Le secteur de l'habitation a ralenti au premier trimestre après l'entrée en vigueur de règles d'admissibilité aux prêts hypothécaires plus strictes le 1er janvier. Les investissements résidentiels ont augmenté de 2,1 % sur un an au premier trimestre, ce qui est nettement inférieur à la moyenne de 6,8 % enregistrée durant les trois dernières années. Au cours de la période de trois mois terminée en mai, la construction de logements a diminué de 3,4 % par rapport à la même période de l'an dernier, bien que les prix soient demeurés robustes, augmentant de 4,5 %. Même si les nouvelles règles hypothécaires étaient nécessaires pour contrer les excès sur le marché de l'habitation, elles devraient entraver la croissance économique à court terme. Cependant, étant donné la vigueur du marché de l'emploi, une correction majeure du marché de l'habitation est peu probable.

Une hausse du déficit commercial du Canada a limité la croissance économique au cours des derniers mois. Les exportations ont augmenté de 1,4 % entre les premiers trimestres de l'an dernier et de cette année, mais les importations ont progressé de 4,7 %, de sorte que le déficit commercial a bondi, passant de 37 milliards de dollars à 61 milliards de dollars. L'incertitude entourant l'ALENA devrait freiner la croissance à court terme. À moyen terme, toutefois, nous prévoyons que la balance commerciale s'améliorera du fait que les exportateurs canadiens profiteront de la dépréciation du dollar canadien, de la hausse des prix du pétrole et de l'incidence positive de la croissance économique mondiale. Le dollar canadien est sous-évalué de 15 % par rapport au dollar américain selon notre modèle de la parité des pouvoirs d'achat (graphique 2). Même si cet écart de 15 % est à l'extérieur de la fourchette de la tendance à long terme (+/-12 %), il pourrait s'expliquer par l'incertitude au sujet de l'ALENA.



Graphique 2 : Dollar US vs. Dollar canadien
Taux de change et juste valeur



* Taux de change auquel les prix à la consommation sont équivalents au Canada et aux États-Unis.
Source : Letko Brosseau, FMI

Nous prévoyons que la croissance du PIB réel du Canada en 2018 se situera entre 2,0 % et 2,5 %.

En **Europe**, le PIB réel a augmenté de 2,5 % au premier trimestre par rapport à l'an dernier, les Pays-Bas (3,1 %) et l'Espagne (3,0 %) en tête. Les économies allemande et française ont crû respectivement de 2,3 % et de 2,2 %, tandis que l'Italie a traîné la patte, à 1,4 %. La hausse de l'emploi a contribué à la progression des dépenses des ménages, pendant que la croissance des profits des entreprises a permis des hausses soutenues de la production industrielle. Par ailleurs, La maîtrise des déficits publics et le retrait progressif des mesures d'austérité réduisent le frein à la croissance. En 2018, le ratio déficit public/PIB dans la zone euro prévue par l'OCDE ne devrait s'établir qu'à 0,6 %, son plus bas niveau depuis 2000.

Malgré l'expansion des économies, des préoccupations politiques ressurgissent. Un nouveau gouvernement de coalition populiste en Italie a l'intention de défier les limites au déficit imposées par l'Union européenne (UE) en mettant en œuvre un programme de réduction d'impôts et de hausses des dépenses budgétaires. Ce programme budgétaire inorthodoxe, combiné à la nomination de ministres anti-UE, a alimenté la rumeur de la tenue d'un référendum sur une sortie possible de l'UE. Le taux des obligations d'État italiennes à 10 ans a bondi, passant de 1,8 % à la fin d'avril à 3,1 % au début de juin, avant de revenir à 2,7 % à la fin du deuxième trimestre.

Nous pensons qu'il est improbable que l'Italie sorte de l'UE et croyons que l'incertitude actuelle n'aura pas une incidence importante sur l'économie européenne. Les deux partis de la coalition ont récemment déclaré qu'ils n'avaient aucunement l'intention de proposer une sortie de l'UE, préférant plutôt se concentrer sur la politique économique intérieure et une renégociation des règles budgétaires et migratoires avec les autres membres de l'UE. Entre-temps, des sondages indiquent que moins de 30 % des Italiens voteraient en faveur d'une sortie de l'UE.

Nous prévoyons que la croissance du PIB réel de la zone euro en 2018 se situera entre 2,0 % et 2,5 %.

La croissance économique continue de ralentir au **Royaume-Uni**, deux ans après que le pays ait voté pour quitter l'UE. Environ 8 % du PIB du pays est lié aux exportations vers l'Europe, 7 % est lié au secteur financier et 13 % est constitué d'investissements en usines et en équipements, qui sont tous des éléments à risque. Étant donné la persistance de l'incertitude induite par le Brexit, la croissance sur un an du PIB réel a diminué à 1,2 % au premier trimestre, comparativement à 1,3 % au quatrième trimestre et à 1,8 % au premier trimestre de 2017. Le FMI prévoit que l'économie britannique croîtra de 1,6 % en 2018.

Ailleurs, le PIB du **Japon** a progressé de 1,1 % au premier trimestre par rapport à l'an dernier, ce qui est conforme à notre prévision de 1,0 %-1,5 % pour 2018.

Parmi les **pays émergents**, la Turquie et le Brésil ont récemment connu des difficultés économiques. La Turquie est aux prises avec une inflation à deux chiffres, un accroissement du déficit du compte courant et les incertitudes budgétaires et monétaires inhérentes à une année électorale. Le Brésil fait aussi face à la perspective d'une élection à l'issue imprévisible. De plus, la reprise économique a ralenti au premier trimestre au Brésil, le PIB réel ne progressant que de 1,2 % sur douze mois, comparativement à 2,1 % au quatrième trimestre. La croissance devrait demeurer restreinte au deuxième trimestre en raison d'une grève de camionneurs qui a perturbé les chaînes d'approvisionnement du pays.



Bien que l'activité économique puisse temporairement faiblir en Turquie et au Brésil, ces problèmes demeurent circonscrits à ces pays et contrastent avec la vigueur globale des économies émergentes. En effet, la croissance économique est robuste partout ailleurs. Par exemple, le PIB réel de la Chine a augmenté de 6,8 % au premier trimestre par rapport à la même période de l'année précédente, et celui de l'Inde a progressé de 7,7 %. Ces économies continuent d'être stimulées par une population et une consommation croissantes, et offrent de formidables occasions de placement.

LES PROBLÈMES COMMERCIAUX SONT SURMONTABLES

Le commerce international est devenu un sujet dominant au cours de la dernière année, les États-Unis ayant commencé à adopter des mesures protectionnistes pour freiner leurs importations. Comme nous en avons discuté dans le numéro de mars 2018 de notre bulletin *Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers*, l'objectif premier de l'administration américaine est de réduire son important déficit du commerce des marchandises, qui a atteint 807 milliards de dollars en 2017.

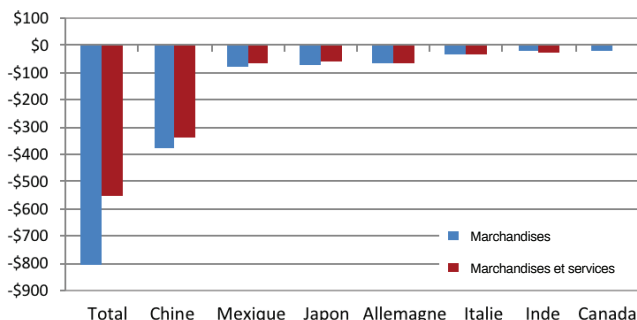
À cette fin, les États-Unis ont amorcé des négociations bilatérales avec la Chine, pays avec lequel ils ont un déficit du commerce des marchandises de 376 milliards de dollars. Ils ont aussi décidé de renégocier l'ALENA, et ce, même si leurs déficits avec le Canada et le Mexique, de 23 et à 76 milliards de dollars respectivement, ne représentent que 12 % du déficit total du pays (graphique 3). En incluant les services, les États-Unis affichent des déficits de 336 milliards de dollars avec la Chine et de 69 milliards de dollars avec le Mexique, mais un surplus de 3 milliards de dollars avec le Canada.

Les négociations commerciales sur ces deux fronts tenues ce printemps se sont révélées houleuses. Après que trois mois de pourparlers intenses avec la Chine aient débouché sur une impasse, les États-Unis ont annoncé un tarif de 25 % sur 50 milliards de dollars d'importations chinoises. La Chine a répliqué par des tarifs sur un montant équivalent d'importations américaines, auxquels les États-Unis ont riposté en menaçant d'imposer des tarifs sur un montant

supplémentaire de 200 milliards de dollars d'importations.

Graphique 3 :

Balance commerciale des États-Unis (milliards \$US)



Source: BEA

En ce qui a trait à l'ALENA, les États-Unis ont laissé expirer une exemption temporaire qu'ils avaient accordée au Canada et au Mexique à l'égard de tarifs précédemment annoncés. Depuis le 1er juin, les exportations d'acier et d'aluminium des deux pays vers les États-Unis sont frappées d'un tarif de 25 % et de 10 %, respectivement. Le Canada et le Mexique ont riposté en imposant des tarifs d'un montant en dollars équivalents sur une grande variété de biens américains.

Ces tarifs confirmés demeurent très modestes pour le moment. Les tarifs entre les États-Unis et la Chine ne touchent que 2 % des exportations totales de chacun des deux pays, tandis que les tarifs sur l'acier et l'aluminium visent 2 % des exportations totales du Canada et moins de 1 % de celles du Mexique. Néanmoins, cette situation a créé une forte incertitude au sein des économies concernées. Elle a aussi engendré des craintes d'une escalade des politiques protectionnistes dans le monde.

Bien que la situation actuelle puisse paraître très déconcertante, nous sommes d'avis que ces problèmes peuvent être résolus. En faisant abstraction de la rhétorique politique, il est clair que l'intégration commerciale a énormément profité à l'économie et à la population américaines. Depuis que l'ALENA est entré en vigueur en 1994, le commerce entre les trois pays a considérablement augmenté. Par exemple, les exportations américaines vers le Mexique ont affiché



une hausse de 7 % par année, un rythme nettement plus rapide que la croissance du PIB nominal. De même, au cours de la même période, les exportations américaines vers la Chine ont progressé de 12 % par année.

Par ailleurs, la croissance des importations s'est traduite par des biens moins chers pour les consommateurs américains et a renforcé la position des États-Unis comme fournisseur mondial de liquidités ainsi que celle du dollar américain comme monnaie de réserve mondiale. Malgré la hausse des importations, il y a plus de gens qui travaillent aux États-Unis actuellement que jamais auparavant. Le chômage se situe à 3,8 %, un niveau observé la dernière fois en 2000 et, avant cela, en 1969.

Nous continuons de surveiller de près les événements sur ce front, mais il est encourageant de voir que tous ces pays semblent vouloir continuer de négocier. Peu importe que les mesures récemment annoncées fassent partie d'une tactique de négociation ou présagent d'autres restrictions commerciales, les États-Unis et leurs partenaires commerciaux y perdraient tous si le conflit devait s'aggraver et que les conditions économiques devaient en souffrir. Nous sommes persuadés que toutes les parties le comprennent et mettons en garde contre l'adoption d'une opinion trop négative sur le commerce international.

NOUS CONTINUONS DE PRÉFÉRER LES ACTIONS AUX TITRES À REVENU FIXE

Malgré un début d'année volatil, les marchés boursiers mondiaux ont inscrit des rendements totaux positifs sur les six derniers mois, à l'image de la robuste conjoncture économique. La volatilité ne devrait pas étonner, puisque les marchés se situaient près de leurs sommets absolus. À plus long terme, les marchés boursiers ont clairement produit de bons résultats. L'indice MSCI Monde a affiché un rendement total (en \$ CA) de 12,4 % sur la période de 12 mois terminée en juin, pendant que l'indice S&P 500 et l'indice composé S&P/TSX gagnaient respectivement 15,7 % (en \$ CA) et 10,4 %.

Compte tenu de nos perspectives économiques favorables, nous pensons que les actions continueront

de procurer des rendements intéressants à moyen terme. La croissance prévue par Bloomberg pour l'année des bénéfices des entreprises comprises dans l'indice MSCI Monde est de 22,6 % et le ratio C/B de 2018 se situe au niveau raisonnable de 15.8.

Étant donné que nous entrons dans une phase avancée du cycle économique, nous cherchons à protéger nos portefeuilles d'actions des risques mondiaux tout en profitant d'un contexte d'investissement encore intéressant. Par exemple, nos placements en Italie, au Brésil et en Turquie sont limités. Nous pensons que la meilleure façon de restreindre le risque lié au marché boursier est de respecter strictement nos principes de placement reposant sur l'analyse fondamentale et la sensibilité aux cours. Notre portefeuille affiche un ratio C/B raisonnable de 12,7 fois le bénéfice anticipé pour 2018 et offre un rendement en dividendes de 2,9 %. Par ailleurs, notre portefeuille d'actions des marchés émergents présente un ratio C/B attrayant de 10,4 fois le bénéfice 2018 et un rendement en dividendes de 1,5 %.

Dans les mandats équilibrés, nous protégeons aussi nos portefeuilles de titres à revenu fixe en réduisant sensiblement le risque associé à une hausse des taux d'intérêt. Nous maintenons une courte durée et évitons tout placement dans des obligations dont l'échéance est supérieure à 10 ans.

Au Canada et aux États-Unis, les pressions salariales sont devenues évidentes, étant donné que le taux de chômage dans chacun des deux pays se situe à son plus bas niveau depuis des décennies. De plus, les prix des produits de base augmentent, ce qui engendre des pressions sur les entreprises pour qu'elles accroissent leurs prix de vente (graphique 4). Pour la période d'un an terminée en juin, la hausse des prix a été de 61% pour le pétrole (WTI), 59% pour le nickel, 42% pour l'acier, 41% pour le charbon cokéifiable australien, 13% pour l'aluminium et le coton, 9% pour le cuivre et 5% pour le zinc. Par ailleurs, les indices des prix des grains et des engrais de la Banque mondiale ont tous deux augmenté de 13% sur un an jusqu'en mai.



Graphique 4 :
Indice des prix des produits de base (% variation annuelle)



Indice des marchandises S&P Goldman Sachs ("GSCI")
Source: Standard & Poor's, Goldman Sachs

À mesure que l'inflation augmentera – peut-être même fortement si d'autres tarifs sont imposés – elle exercera des pressions à la hausse sur les prix des obligations. Dans ce contexte, les banques centrales continueront de normaliser leur politique monétaire, ce qui influera sur toute la courbe des taux. La préservation du capital demeure notre principal objectif dans une période où les placements à revenu fixe pourraient subir des pertes importantes.

En conclusion, nous continuons de penser que des actions soigneusement choisies rapporteront davantage à moyen terme que les liquidités et les obligations.

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.

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.

MONTRÉAL

1800 ave. McGill College
Suite 2510, Montréal (Québec)
H3A 3J6 Canada
T 514.499.1200

TORONTO

145 rue King Ouest
Bureau 2101, Toronto (Ontario)
M5H 1J8 Canada
T 647.426.1987

CALGARY

355 - 4^e avenue S.O.
Bureau 800, Calgary (Alberta)
T2P 0J1 Canada
T 587.350.1706

À propos de nous

Letko Brosseau est un gestionnaire de placement indépendant fondé en 1987. L'entreprise gère environ 30 milliards \$ en actifs pour plus de 450 investisseurs institutionnels et plusieurs milliers de clients privés.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec nous au **1 800 307 8557** ou visiter le site **lba.ca**