

PERSPECTIVES SUR LA CONJONCTURE ÉCONOMIQUE ET LES MARCHÉS FINANCIERS

AVRIL 2019

- Le regain d'optimisme des investisseurs à l'égard de la croissance mondiale a allégé la pression sur les marchés financiers au premier trimestre. L'indice MSCI Monde a rebondi de 11,9 % sur les trois premiers mois de l'année.
- Les banques centrales du monde ont annoncé une pause dans le relèvement des taux d'intérêt. La préservation de la liquidité réduit de beaucoup le risque de récession. On s'attend à ce que le PIB réel mondial croisse de 3,5 % en 2019, soit à peine moins que les 3,7 % de 2018.
- Aux États-Unis, l'activité économique fait preuve de résilience, dopée par la vigueur des dépenses des consommateurs et des entreprises. Nous prévoyons que la croissance du PIB réel se situera entre 2,0 % et 2,5 % en 2019.
- Au Canada, le ralentissement du marché de l'habitation et les goulots d'étranglement du secteur énergétique expliquent une croissance plus modérée. Nous prévoyons une expansion d'environ 2,0 % du PIB réel en 2019.
- L'Europe faiblit sous le poids de l'incertitude entourant le commerce mondial et le Brexit. Elle devrait connaître une croissance anémique, mais positive. Nous nous attendons à ce que le PIB réel gagne entre 1,0 % et 1,5 % en 2019.
- Les marchés émergents devraient profiter des conditions monétaires accommodantes à l'échelle mondiale et de la désescalade des tensions commerciales. On prévoit une expansion de 4,5 % de leur PIB réel en 2019, soit plus du double du taux des pays développés.
- Au cours des dix dernières années, diverses manchettes géopolitiques et économiques ont provoqué des dégagements boursiers. Néanmoins, les actions ont procuré un rendement massivement supérieur aux titres à revenu fixe. Notre stratégie de répartition d'actif privilégiant les actions a donc été lucrative. Nous nous attendons à ce qu'elle le demeure.



Les craintes de récession s'atténuant, un net regain de confiance des investisseurs a fait monter les marchés boursiers au premier trimestre. Il appert de plus en plus que l'activité économique ralentit légèrement sans s'effondrer. Par ailleurs, la faiblesse de l'inflation permet aux banques centrales du monde de marquer une pause dans la normalisation de leurs taux d'intérêt. Ceci devrait contribuer à prolonger le cycle économique en maintenant ouvertes les vannes du crédit.

Le risque principal pesant sur nos perspectives réside dans une escalade des tensions commerciales. À notre avis, la possibilité d'une guerre commerciale ouverte entre les États-Unis et la Chine a beaucoup reculé. Les pourparlers en cours semblent s'acheminer vers un règlement négocié. Un compromis à ce chapitre et une clarification de l'issue du Brexit dissiperaient les principales menaces qui plombent la confiance des marchés.

L'économie américaine fait preuve de résilience

Aux États-Unis, le PIB réel a progressé de 3,0 % en glissement annuel au quatrième trimestre, dopé par la consommation et les investissements des entreprises. Le marché du travail est resté robuste, avec une moyenne mensuelle de 186 000 emplois créés durant les trois mois terminés en février. Le salaire horaire moyen était en hausse de 3,4 % sur un an en février, étayant solidement les dépenses de consommation.

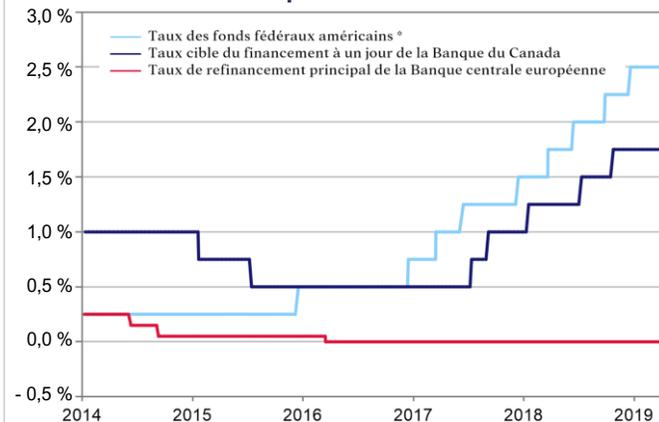
Au quatrième trimestre, les investissements des entreprises ont bondi de 8,4 % par rapport à l'année précédente, avec des dépenses substantielles dans les logiciels, la R-D et les autres formes de propriété intellectuelle. La conjoncture est favorable à une poursuite des dépenses en immobilisations. La confiance des entreprises est élevée et les bénéfices ont monté de 14 % sur un an, stimulés par l'abaissement du taux d'imposition des sociétés de 35 % à 21 %.

Le marché de l'habitation s'est modéré après que le taux hypothécaire à 30 ans soit passé de 4,2 % à la fin de 2017 à 5,1 % à la fin de 2018. Parallèlement, le prix médian des logements était en hausse de 3,6 % sur un an en février. En chiffres annualisés, on a enregistré 1,2 million de mises en chantier au quatrième trimestre, en baisse de 3,9 % par rapport à l'année précédente. L'érosion de l'abordabilité pèse sur les ventes, mais les perspectives du marché de l'habitation restent bonnes. En 2018, il s'est formé 2,3 millions de ménages, soit près du double du nombre de mises en chantier, laissant entrevoir la persistance d'une demande latente favorable au secteur résidentiel.

Invoquant la modération de la croissance, la volatilité récente des marchés financiers et l'atonie des pressions inflationnistes, la Réserve fédérale a manifesté l'intention d'interrompre la normalisation de la politique monétaire américaine (graphique 1). Le déflateur des dépenses de consommation personnelles de base, son indice d'inflation préféré, demeurant en deçà de sa cible de 2,0 %, la Fed dispose d'une marge de manœuvre à l'égard des futures

GRAPHIQUE 1

Taux directeurs des banques centrales



*Le taux américain est à la limite supérieure de la fourchette cible

Sources : Réserve fédérale américaine, Banque du Canada, Banque centrale européenne

hausse de taux d'intérêt. Elle a également décidé de réinvestir le produit des obligations arrivant à échéance au lieu de laisser ces titres arriver à leur terme. Ceci aura pour effet net de stabiliser le bilan de la Fed plutôt que de le réduire.

Du fait de ces mesures, le crédit devrait rester facilement accessible. Au quatrième trimestre, les emprunts des ménages étaient en hausse de 3,1 % sur un an et le crédit aux entreprises non financières avait augmenté de 6,5 %. La patience de la Fed prolongera sans doute le cycle économique.

Nous prévoyons que la croissance du PIB réel des États-Unis se situera entre 2,0 % et 2,5 % en 2019.

Revers temporaires au Canada

Au Canada, la croissance du PIB réel s'est modérée à 1,6 % en glissement annuel au quatrième trimestre. Le marché du travail est resté solide, tandis que le secteur de l'habitation et les investissements des entreprises ont ralenti.

Les investissements résidentiels ont chuté de 6,1 % sous l'effet de trois facteurs : 1) les taux hypothécaires ont monté dans la foulée des hausses de taux directeurs de la Banque du Canada; 2) la réglementation adoptée début 2018 pour resserrer les normes hypothécaires a fait fléchir la demande des premiers acheteurs; et 3) le prix des logements a continué d'augmenter, quoiqu'à un rythme plus lent. Le ralentissement est surtout marqué à Vancouver et à Toronto, où les prix avaient grimpé le plus rapidement. Ailleurs, la dynamique du marché reste saine.

Les investissements des entreprises ont fléchi de 1 % sur un an, en raison d'enjeux idiosyncrasiques liés au secteur de l'énergie. Le prix du pétrole canadien a subi de fortes pressions au quatrième trimestre (graphique 2). L'escompte du pétrole lourd Western Canadian Select (WCS) par rapport au West Texas Intermediate (WTI) s'est creusé au niveau historique de 50 \$ alors que les prix du



GRAPHIQUE 2

Prix du pétrole (\$ US / baril)



Source : Bloomberg

bitume frôlaient 0 \$ en octobre. Cette dislocation des prix a été causée en partie par le manque de capacité d'exportation des pipelines de l'Ouest canadien. L'offre excédentaire a été amplifiée par la fermeture temporaire d'installations de raffinage de plus d'un million de barils qui achètent habituellement du brut canadien dans le Midwest américain.

Une réduction de production imposée par le gouvernement albertain et une augmentation des livraisons par voie ferroviaire ont aidé à rajuster ce déséquilibre à court terme, de sorte que l'écart WCS-WTI s'est resserré à moins de 10 \$ le baril fin mars.

Nous nous attendons à ce que l'escompte du WCS se situe en moyenne à 18 \$ le baril en 2019, ce qui devrait lever l'obstacle aux investissements dans l'énergie. À plus long terme, la croissance de la production pétrolière dans l'Ouest canadien dépendra de l'ajout de pipelines d'exportation. Parmi les trois projets actuellement en préparation, l'expansion de la ligne 3 d'Enbridge et Keystone XL devraient entrer en service en 2020-2022.

Le refroidissement du marché de l'habitation et les déséquilibres du secteur énergétique ont incité la Banque du Canada à mettre en veilleuse les futures hausses de taux d'intérêt. Bien que notre modèle de taux de change basé sur le pouvoir d'achat suggère que le huard soit actuellement sous-évalué de 15 % par rapport au dollar US, une certaine volatilité à la baisse du dollar canadien est à prévoir s'il s'avérait que ces deux problèmes persistent. Nous croyons que l'économie canadienne restera portée par une consommation vigoureuse et que les revers actuels sont temporaires. Comme aux États-Unis, la politique monétaire accommodante de la Banque du Canada contribuera sans doute à prolonger le cycle économique en maintenant ouvertes les vannes du crédit. Nous prévoyons une expansion du PIB réel d'environ 2,0 % en 2019.

Des vents contraires soufflent sur l'Europe

En Europe, la croissance a nettement ralenti au deuxième semestre de 2018. Le PIB réel de la zone euro n'a progressé que de 1,1 % en glissement annuel au quatrième trimestre. La croissance a certes été de 2,3 % en Espagne et 2,0 % aux Pays-Bas, mais elle n'a pas dépassé 1,0 % en France et 0,6 % en Allemagne. L'Italie, quant à elle, est officiellement entrée en récession avec deux trimestres consécutifs de croissance négative.

Par contre, les progrès se poursuivent sur plusieurs plans. Dans la zone euro, le chômage est passé de 8,5 % à 7,8 % durant les 12 mois terminés en février et le revenu disponible était en hausse de 3,2 % sur un an au troisième trimestre. Le crédit affiche une croissance positive : en février, les emprunts des ménages s'étaient accrus de 2,7 % sur un an et le crédit aux entreprises non financières avait augmenté de 1,7 %. Par ailleurs, la situation budgétaire est saine. Les déficits des gouvernements de la zone euro n'ont représenté que 0,7 % du PIB en 2018, en nette diminution par rapport aux niveaux élevés enregistrés durant la crise de la dette souveraine il y a quelques années.

Tandis que les consommateurs et les gouvernements se retrouvent en assez bonne situation financière, les entreprises affrontent des vents contraires. L'incertitude planant sur les échanges commerciaux, y compris la possibilité de tarifs américains sur les véhicules, a d'importantes répercussions sur la confiance des entreprises. En mars, l'indice des directeurs d'achat (PMI) du secteur manufacturier était inférieur à 50, ce qui signale une contraction de l'activité dans ce secteur. La production industrielle a diminué de 1,4 % durant les 12 mois terminés en janvier et les bénéfices des sociétés non financières étaient en recul de 1,1 % sur un an au troisième trimestre.



Face à ce ralentissement, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé une série de mesures visant à stimuler l'activité économique. Premièrement, elle s'est engagée à maintenir les taux directeurs à leur niveau actuel au moins jusqu'à la fin de 2019. De plus, elle a réintroduit son programme d'opérations ciblées de refinancement à long terme qui offre aux banques des possibilités de financement très bon marché afin qu'elles puissent consentir de nouveaux prêts. Cette mesure avait été déterminante pour assurer la croissance du crédit en 2014 et en 2016.

La confiance est également mise à mal par les négociations entourant le Brexit. La situation est volatile et, à ce stade, le dénouement demeure incertain. Comme nous l'avons souligné dans nos *Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers* de janvier, c'est le Royaume-Uni qui souffrirait le plus des conséquences négatives d'un Brexit dur. En effet, ses exportations vers l'Union européenne représentent 14 % de son PIB, contre seulement 3 % du PIB de l'UE dans le sens inverse. L'économie européenne pourrait elle aussi pâtir d'un ralentissement des investissements des entreprises qui retarderaient leurs dépenses en immobilisations vu le climat d'incertitude. Nous croyons cependant que le risque de contagion vers l'Europe et le reste du monde est limité. Le Brexit aurait un effet perturbateur, mais le contrecoup serait temporaire puisque les entreprises finiraient par s'ajuster à la nouvelle dynamique commerciale.

Nous prévoyons que le PIB réel de la zone euro gagnera entre 1,0 % et 1,5 % en 2019. Vu l'agitation entourant le Brexit, les perspectives à court terme de l'économie britannique apparaissent floues. Le FMI prévoit une croissance de 1,5 % du PIB réel du Royaume-Uni en 2019, mais nous pensons que cette prévision pourrait être revue à la baisse. Dans ce contexte, nous réitérons le caractère très limité de nos placements dans ce pays. Dans notre portefeuille, les sociétés domiciliées au Royaume-Uni représentent seulement 1 % des positions totales en actions (3 % des actions non canadiennes) et sont en majorité des multinationales relativement peu exposées au marché intérieur.

Les perspectives des marchés émergents restent positives

La croissance du PIB réel de la Chine a atteint 6,4 % en glissement annuel au quatrième trimestre et devrait se situer à 6,2 % en 2019. En Inde, la progression réelle de l'économie s'est établie à 6,6 % durant la même période, soutenue par une forte augmentation de la consommation et des dépenses d'investissement. Le FMI prévoit une croissance de 7,5 % en Inde en 2019. Des politiques monétaires et budgétaires accommodantes stimulent l'activité dans ces deux pays. Ailleurs dans le monde, le Brésil a connu son huitième trimestre d'expansion d'affilée (1,1 % en glissement annuel) dans un contexte de modicité record des taux d'intérêt, tandis que la croissance a atteint 2,7 % en Russie.

Vu la souplesse des conditions monétaires dans les pays développés et dans trois des BRIC, les perspectives sont positives dans les marchés émergents, où l'on prévoit une expansion de 4,5 % du PIB réel en 2019, soit plus du double du taux des pays développés.

Malgré le pessimisme suscité par les différends commerciaux et le Brexit, le FMI continue de prévoir une expansion de la croissance mondiale plutôt qu'une récession. On s'attend à ce que le PIB réel mondial croisse de 3,5 % en 2019, soit à peine moins que les 3,7 % de 2018.

Recommandation de répartition d'actif : continuer de privilégier les actions

Les marchés boursiers mondiaux ont rebondi au premier trimestre, après une fin d'année volatile en 2018. La pause dans les relèvements de taux d'intérêt de la Fed et les signes de progrès dans les pourparlers commerciaux sino-américains ont atténué les craintes de récession que nourrissaient les investisseurs. Le marché boursier américain a repris une grande partie du terrain perdu, revenant à seulement 3,3 % au-dessous de son sommet de septembre, et les autres marchés ont suivi le mouvement. Depuis le début de l'année, le rendement global (en dollars canadiens) s'est établi à 11,3 % pour le S&P 500; 13,3 % pour le S&P/TSX; 4,8 % pour le DAX; 9,6 % pour le FTSE-100; 4,3 % pour le Nikkei; et 7,5 % pour l'indice MSCI Marchés émergents.

Jugeant que le recul du dernier trimestre était attribuable à une vision exagérément pessimiste du cycle économique, nous avons mis en garde contre une réduction de l'exposition aux actions. En effet, depuis 10 ans, les marchés boursiers ont souvent reculé de façon temporaire en raison de vicissitudes géopolitiques et économiques, comme la crise de la dette souveraine en Europe, la crainte d'une stagnation à long terme et d'une chute des taux obligataires et l'inquiétude concernant une possible récession en Chine.

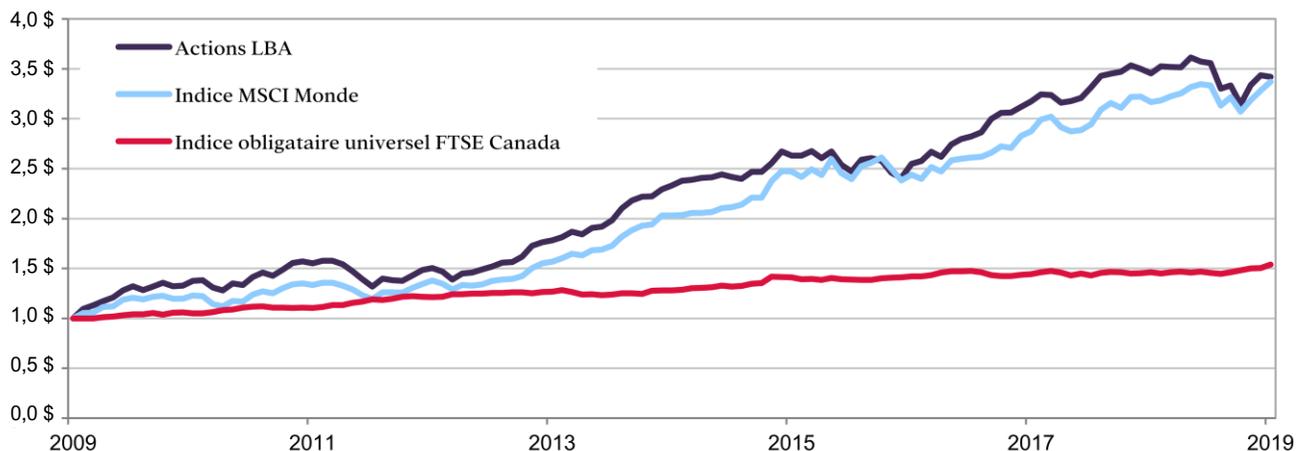
Malgré tout, l'indice MSCI Monde a procuré un rendement global de 237,1 % en dollars canadiens. Par contre, l'indice global des obligations mondiales Barclays (« USD Hedged ») et l'indice obligataire canadien FTSE TMX s'inscrivent respectivement en hausse de 58,3 % et 54,0 % sur 10 ans. Au cours des cinq dernières années, l'indice MSCI Monde a progressé de 66,0 %, contre 44,5 % et 20,3 % respectivement pour les obligations mondiales et canadiennes.

Pour donner une idée de ce que cela représente, un placement d'un million de dollars CA dans les actions mondiales en mars 2009 aurait valu 3,37 millions de dollars à la fin de mars 2019, tandis qu'un placement équivalent dans l'indice obligataire canadien FTSE TMX aurait une valeur de marché de 1,54 millions de dollars. La même somme investie dans le portefeuille d'actions de Letko Brousseau vaudrait 3,42 millions de dollars (graphique 3).



GRAPHIQUE 3

Valeur d'un placement de 1 million \$ CA effectué en mars 2009



Sources : Letko Brosseau, Bloomberg, du 31 mars 2009 au 31 mars 2019. Les actions de LBA représentent le rendement total cumulatif du composé équilibré global (axé sur le Canada) de Letko Brosseau.

Pour l'instant, rien ne nous indique que l'économie approche d'un point d'inflexion. Les valorisations boursières restent raisonnables et les perspectives de bénéfices des entreprises sont bonnes. Les indices S&P 500, S&P TSX, Bloomberg Euro et MSCI Marchés émergents se négocient respectivement à 17,2x, 15,3x, 14,2x et 12,6x les bénéfices prévus de 2019. Nos portefeuilles bénéficient de multiples encore plus attrayants. Nos positions en actions mondiales et nos placements dans les marchés émergents se négocient respectivement à 11,3x et 10,7x les bénéfices estimatifs de 2019.

En conclusion, nous réitérons une fois de plus qu'à moyen terme, le rendement d'un portefeuille d'actions soigneusement choisies devrait continuer de dépasser ceux des liquidités et des obligations. Cette stratégie de répartition d'actif a été lucrative depuis dix ans, et nous nous attendons à ce qu'elle le reste à l'avenir.

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.

À propos de nous

Letko Brosseau est un gestionnaire de placement indépendant fondé en 1987. L'entreprise gère environ 28 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

Montréal

1800 ave. McGill College
Bureau 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 - 4e avenue S.O.
Bureau 800, Calgary (Alberta)
T2P 0J1 Canada
T 587.350.1706