

Letko, Brosseau & Associés Inc.

Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

DANS CE NUMÉRO :

Un réexamen de l'économie américaine	2
Perspectives pour une croissance mondiale	5
Le marché des titres à revenu fixe	5
Les marchés boursiers	6
Conclusion	6

Letko, Brosseau & Associés Inc.

1800 avenue McGill College
Bureau 2510
Montréal, Québec H3A 3J6
Canada

Téléphone : 514-499-1200
800-307-8557

130 Adelaide Street West
Bureau 3200
Toronto, Ontario M5H 3P5
Canada

Téléphone : 647-426-1987
800-307-8557

La crainte de la nationalisation qui a fait trembler le secteur bancaire semble maintenant se résorber. Comme nous l'exposons dans notre lettre du 10 mars dernier, nous estimons alors que les pertes énormes subies au quatrième trimestre par les grandes banques américaines découlaient vraisemblablement de ventes d'actif effectuées dans une conjoncture défavorable, et que ces pertes ne se répéteraient probablement pas au premier trimestre de la nouvelle année. La situation peut continuer à se détériorer au chapitre des prêts en difficulté puisque l'économie demeure faible. Par contre, les banques ont déjà mis en réserve des fonds substantiels dans cette éventualité. En février, nous avons trouvé encourageantes les annonces faites par le gouvernement en vue de stabiliser le système financier. Par la suite, les rapports positifs déposés par les chefs de la direction de Bank of America et Citigroup, entre autres, révélant une amélioration de la rentabilité des activités sous-jacentes, sont venu confirmer que la nationalisation n'était ni souhaitée ni probable.

L'incertitude au sujet de la croissance économique mondiale demeure et la grande question porte toujours sur la durée de la récession et l'ampleur des difficultés à surmonter pour trouver la voie de la reprise. Nous aimerions examiner ici en plus de détails les prévisions économiques publiées plus tôt cette année. Plus particulièrement, nous nous pencherons sur trois grands sujets : l'ajustement des habitudes de consommation aux États-Unis, les scénarios de croissance économique aux États-Unis pour les années 2009-2011, et les risques menaçant l'économie mondiale.

Au vu de l'évolution de la conjoncture au cours des neuf derniers mois, le rythme d'ajustement des dépenses de consommation aux États-Unis a été extrêmement rapide. L'exercice de quantification des facteurs sous-jacents à ce phénomène, et les multiples interventions du gouvernement ces derniers mois, nous portent à un optimisme prudent. Comme nous le verrons ci-après, notre position fondamentale demeure que la croissance du PIB – nominal et réel – demeurera à peu près nulle en 2009 et que la croissance à moyen-terme se situera entre 1 % et 3 %, bien en deçà du 3 % à 5 % connu entre 2001 et 2007. Compte tenu de cette perspective, et de notre estimation de ce que seront les bénéfices des entreprises et les taux d'intérêt, nous continuons de croire qu'à moyen terme, les rendements des marchés boursiers seront supérieurs à ceux des marchés obligataires.

Un réexamen de l'économie américaine

Bien que l'économie américaine n'ait commencé à se replier qu'au dernier trimestre de 2008, perdant 0,8 % par rapport à l'année dernière, le *National Bureau of Economic Research* a fixé au mois de décembre 2007 le début officiel de la récession actuelle. Les États-Unis ont traversé 32 récessions depuis la Guerre civile, d'une durée moyenne de 17 mois. Plus récemment, les périodes de repli ont été plus courtes. La durée moyenne des 10 récessions qui ont frappé le pays depuis la Deuxième Guerre mondiale étant de 10 mois.

Au premier trimestre de 2009, les États-Unis sont techniquement en récession depuis 15 mois, et les statistiques disponibles n'indiquent aucune reprise en vue. Pour qu'il y ait récession, la production et l'emploi doivent tout deux être en période de repli. Au mois de février, la production industrielle affichait une baisse de 12,2 % par rapport à l'année précédente, et un recul pour un treizième mois consécutif, tandis que les commandes de biens manufacturés enregistraient une baisse de 20 % sur l'année précédente. L'emploi accuse également des pertes depuis décembre 2007, le nombre d'emplois ayant reculé de 3,2 % depuis le sommet antérieur. Le total cumulatif de pertes d'emplois s'établit à 4,4 millions. Ces deux indicateurs coïncident avec le cycle économique, et l'on peut affirmer qu'ils demeureront faibles au cours des prochains mois. La récession actuelle devrait donc durer plus longtemps que la plus longue récession depuis la Deuxième Guerre mondiale (la récession de 1981-1982 qui a duré 16 mois), mais moins longtemps que n'ont duré en moyenne les récessions précédant la Deuxième Guerre mondiale (21 mois).

Il y a quelques signes de stabilisation de l'économie aux États-Unis, mais ils sont ténus. Les ventes au détail de nombreux biens de consommation se sont maintenues au cours des quatre derniers mois, et les ventes de vêtements et de produits électroniques ont même affiché une hausse de 3,0 % au cours des trois derniers mois. Les mises en chantier et les ventes de maisons semblent aussi s'être stabilisées aux alentours de 550 000 et 5 000 000 respectivement. Les commandes de biens durables sont aussi demeurées stables à 165 milliards de dollars au cours des trois derniers mois. En outre, de nombreux secteurs de l'économie sont stables par définition, comme par exemple les dépenses de

l'État, qui représentent 21 % du PIB des États-Unis, et les soins de santé, qui comptent pour 15 % du PIB. Au cours de la prochaine année, les dépenses de l'État connaîtront une croissance accélérée – 10 % – en raison des mesures de stimulation adoptées par l'Administration américaine.

Le principal risque menaçant l'économie des États-Unis demeure le processus d'ajustement des dépenses de consommation, qui représentent environ les trois quarts de l'activité économique. Si les consommateurs demeurent réticents à dépenser ou les prêteurs restent très prudents en prêtant aux consommateurs, la reprise sera repoussée davantage dans le temps. Il est donc essentiel d'examiner en détail les facteurs qui pourraient influencer les dépenses de consommation et l'attitude des ménages envers l'épargne, dans un horizon à court et à moyen terme.

Comme nous l'avons mentionné antérieurement, les dépenses de consommation ont été le principal moteur de la croissance économique aux États-Unis durant la dernière décennie. De 2001 à 2007, les dépenses personnelles de consommation et les investissements immobiliers dans le secteur résidentiel ont compté pour plus de 75 % de la croissance du PIB. Pendant cette période, les dépenses de consommation ont augmenté de 2 655 milliards de dollars, tandis que le revenu disponible progressait de 2 684 milliards de dollars. Autrement dit, la totalité du revenu supplémentaire gagné pendant cette période a été dépensé et, en conséquence, le taux d'épargne a reculé, passant de 1,8 % à 0 %.

Notre méthode privilégiée de calcul des dépenses de consommation comprend les dépenses personnelles et les investissements dans le secteur résidentiel comme approximation des dépenses de logement. Exprimé en termes de part du revenu disponible, ce ratio est passé de 95 % en 1995 à 103 % en 2001, avant d'atteindre un sommet de 106 % en 2006. Cette tendance repose essentiellement sur deux facteurs. D'abord, la faiblesse des taux d'intérêt hypothécaires et sur prêts personnels a encouragé les consommateurs à emprunter pour acheter des biens durables et de l'immobilier. Ensuite, les prix de l'immobilier et des actifs financiers se sont grandement appréciés. Le

rapport de la valeur nette au revenu disponible est passé de 550 % en 2001 à 630 % en 2007, et ce, même en l'absence d'épargne. Aussi longtemps que les consommateurs avaient l'impression d'être plus riches, peu leur importait, apparemment, un faible taux d'épargne.

Notre avis était que le niveau historiquement élevé du ratio du total des dépenses par rapport au revenu ne serait pas soutenable et que les consommateurs devraient, à terme, modifier leur comportement. Effectué progressivement sur une certaine période, ce redressement aurait mené selon nous à une croissance économique inférieure au taux de 3 % à 5 % enregistré au cours de la dernière décennie. Ce ratio a entrepris une correction en 2007, reculant à 104 % au milieu de 2008 puisque la récession dans le secteur résidentiel a mené à une baisse abrupte de l'investissement dans ce marché.

Cependant, à la suite du gel du marché du crédit au quatrième trimestre de 2008, accompagné de baisses abruptes des marchés boursiers et d'une réduction marquée des activités des entreprises, les consommateurs ont rapidement entrepris de modifier leur comportement en matière de dépenses. Le ratio du total des dépenses par rapport au revenu a chuté à 98,5 % en février 2009 et le taux d'épargne a fait un bond à 4,2 %. Au cours des récessions passées, depuis la Deuxième Guerre mondiale, de tels ajustements se déroulaient sur des périodes de 2 à 4 ans. Cette fois-ci, le phénomène s'est déroulé sur 7 mois. Un revirement aussi marqué du comportement des consommateurs a eu un effet déstabilisant sur l'économie américaine, ce qui s'est traduit par un brusque recul à -1,6 % de la croissance du PIB nominal au quatrième trimestre par rapport au précédent.

Pour bien estimer le déroulement probable de la présente récession, il est important de comprendre la nature de l'ajustement des habitudes de dépenses de consommation et d'épargne. En effet, il arrive que les consommateurs réduisent leurs dépenses volontairement dans une perspective temporaire, en raison de l'incertitude en matière d'emploi et afin de réduire le fardeau de leur dette et accroître leur épargne. Mais les réductions peuvent être involontaires et imposées par l'absence de crédit ou la perte d'un emploi. Pour évaluer ces situations, il nous faut observer les tendances de la situation financière des ménages et du marché du travail, et l'incidence

d'une population vieillissante sur les habitudes de consommation et de dépenses. Il faut également examiner les diverses mesures mises en place par les gouvernements pour améliorer le fonctionnement des marchés du crédit.

Comme nous l'avons souligné ci-dessus, aux États-Unis les ménages ont alourdi leur endettement hypothécaire et accru leurs dépenses personnelles en raison de faibles taux d'intérêt et de la hausse des valeurs dans le secteur résidentiel. Par conséquent, à la fin de l'année 2007, la part des ménages dans leur maison était de 49 %. Lorsque le prix des maisons a reculé de 10 % à 17 % (selon les différents indices de prix), cette part est passée à 43 % à la fin de 2008. Si l'on exclut les maisons sans hypothèques de ce calcul, on estime que la part des propriétaires de maison représente entre 11 % et 16 % de la valeur à la fin de 2008. Environ 20 % des ménages ont une dette supérieure à la valeur courante de leur maison. Les hypothèques en souffrance et les défauts de paiement ont continué d'augmenter; le taux des hypothèques en souffrance s'élève à 5,1 % sur les hypothèques de premier rang, et à 21,9 % sur les hypothèques à risque, contre 2,6 % et 13,3 % respectivement à la fin de l'année 2006.

L'impact du resserrement des conditions de crédit et l'incapacité des propriétaires de maison d'emprunter davantage sur leur hypothèque suggèrent qu'un appui de taille aux dépenses de consommation a disparu. Cependant, le gouvernement des États-Unis a annoncé en mars la mise en place de deux programmes. Le premier vise précisément les propriétaires de maison qui ont de la difficulté à effectuer leurs paiements hypothécaires tandis que le second s'adresse aux propriétaires qui ne sont plus admissibles au refinancement. Selon nos estimations, ces programmes pourront aider jusqu'à 45 % des ménages aux États-Unis.

Les taux hypothécaires ont reculé de plus de 1,5 % au cours des six derniers mois pour s'établir aux environs de 4,75 %, ce qui devrait encourager les propriétaires de maison à refinancer leur hypothèque, réduire leurs versements d'intérêts et mettre plus d'argent dans leurs poches. De fait, les statistiques préliminaires de la *Mortgage Bankers' Association* révèlent un nombre accru de refinancements en février et mars; l'indice des refinancements est passé de 2750 au quatrième trimestre de 2008 à 4450 au premier trimestre de 2009. Nous estimons que l'effet conjugué du

programme résidentiel du gouvernement et des coûts hypothécaires plus faibles pourrait se traduire par une épargne s'élevant jusqu'à 100 milliards de dollars. Bien que le prix des maisons peut chuter davantage, le marché n'ayant pas fini de s'ajuster au nombre élevé de maisons invendues, les indicateurs d'abordabilité affichent des niveaux record et les données provisoires indiquent que les acheteurs d'une première maison refont surface dans le marché résidentiel.

Un argument courant en faveur d'une réduction des dépenses de consommation cette année et l'an prochain est que les consommateurs feront preuve de prudence et choisiront de rembourser leur hypothèque, carte de crédit et prêt automobile plutôt que d'engager de nouvelles dépenses. À la fin de l'année 2008, les ménages devaient consacrer 14 % de leur revenu disponible au service de la dette, contre 13,1 % en 2001 et 11,8 % en 1991. Pour que les consommateurs puissent réduire les coûts du service de leur dette en deçà du niveau prévalant en 2001, nous supposons que : 1) les ménages affecteront une partie de leur épargne au remboursement de leur carte de crédit et prêt automobile, et 2) les ménages tireront profit des taux hypothécaires historiquement faibles et des programmes gouvernementaux pour refinancer leur hypothèque à un taux plus avantageux. Ce scénario pourrait se réaliser dans un délai de 12 mois si le taux d'épargne se maintient aux environs des 4 % - 5 % actuels.

Au chapitre de l'emploi, le rythme des pertes d'emploi a augmenté depuis la fin de l'année 2008; plus de 600 000 emplois ont été perdus en janvier, février et mars, et le taux de chômage atteint maintenant 8,5 %. Nous supposons que 1,5 million d'emplois supplémentaires seront perdus au cours de la prochaine année, ce qui portera le taux de chômage à près de 10 %. Ce scénario correspond avec une croissance d'environ 2 % du revenu disponible, qui découlera essentiellement de paiements de transfert gouvernementaux et de réduction d'impôts. Bien que ce taux soit inférieur à celui des dernières années, cela représente néanmoins une augmentation de 200 milliards de dollars du pouvoir d'achat des consommateurs.

En plus des programmes du gouvernement en matière d'hypothèques, la Réserve fédérale travaille également très fort à assouplir les conditions de crédit pour les ménages. À cette fin, la Fed a créé une nouvelle facilité de crédit

appelée *Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)*. Cette facilité de crédit est utilisée pour redémarrer le processus de titrisation de nouveaux prêts. Dans un premier temps, les prêts inclus dans ce programme sont les créances de cartes de crédit, les prêts automobiles, les prêts aux étudiants et les prêts aux petites entreprises. Bien que ce programme n'ait démarré que tout récemment, nous pensons qu'en raison de sa taille – jusqu'à 1 billion de dollars une fois pleinement utilisé – il apportera une aide substantielle. À titre de comparaison, rappelons-nous que l'endettement des ménages, excluant les hypothèques, totalisait 2,6 billions de dollars à la fin de l'année.

Enfin, certains économistes ont présenté l'évolution du profil démographique aux États-Unis comme principale raison pour que la croissance économique des prochaines années n'atteigne pas celle de la dernière décennie. La génération du *baby-boom* est née dans les 20 ans qui ont suivi la fin de la Deuxième Guerre mondiale – elle a donc entre 45 et 63 ans – et elle approche l'âge de la retraite. Nombreux sont ceux qui pensent que ce groupe, qui représente à lui seul 28 % de la population des États-Unis, augmentera son taux d'épargne pendant les dernières années de sa vie active, surtout que son avoir net a grandement souffert au cours des 18 derniers mois.

Il est difficile de prévoir comment la démographie agira à court terme dans la reprise économique, mais il est probable qu'à plus long terme elle y joue un rôle accru. Au cours de la prochaine décennie, la croissance prévue de la population de 20 à 65 ans sera de 0,5%, alors qu'elle a été de 1,2 % pendant la décennie précédente. Également, les habitudes de consommation pourraient changer étant donné qu'en général, les retraités achètent moins de biens durables et consacrent plus de dépenses aux loisirs et aux services liés à la santé.

Lorsque nous avons esquissé plus tôt cette année notre scénario économique pour les États-Unis en 2009, nous avons utilisé une série d'hypothèses portant sur le marché du travail et les taux de revenu et d'épargne, comme variables clés de l'économie américaine. À la lumière des facteurs présentés ci-dessus, notre scénario de base suppose que les mesures adoptées par le gouvernement pour ralentir la récession seront fructueuses et que le plus gros de l'ajustement des dépenses de consommation est maintenant chose

faite. Ainsi, nous prévoyons un taux d'épargne de 5 %, un taux de chômage d'environ 10 % et une croissance de 2 % du revenu disponible. De plus, les ménages disposeront d'un pouvoir d'achat supplémentaire grâce à la baisse du prix du pétrole (160 milliards de dollars) et la baisse des paiements hypothécaires (25 milliards de dollars). Suivant ces hypothèses, le PIB nominal n'enregistrera pas de croissance en 2009. La croissance du PIB réel devrait être semblable en raison du bas niveau de l'inflation. Par la suite, au-delà de 2009, les États-Unis connaîtront une croissance plus lente à mesure que le

gouvernement réduira ses interventions et que le secteur privé reprendra pied et renouera avec la croissance.

Selon un scénario plus pessimiste, il y aurait un ajustement plus marqué des dépenses de consommation dû aux conditions de crédit demeurant très serrées ou à la décision des consommateurs de modifier leurs habitudes. Cela impliquerait une croissance du taux d'épargne qui atteindrait 8 %. Ce scénario correspond davantage à un repli du PIB nominal de 2 % à 3 % en 2009, et à un rebond plus marqué en 2010 et par la suite.

Perspectives pour une croissance mondiale

Le recul de la consommation aux États-Unis a une incidence marquée sur les économies mondiales. En effet, le PIB des É.-U. totalise 14,3 billions de dollars et représente environ 30 % du PIB mondial. Par conséquent, la consommation et le secteur résidentiel des É.-U. comptent pour 22 % du PIB mondial. Entre 2007 et le milieu de 2008, l'essentiel de l'ajustement des dépenses des ménages aux États-Unis passait par la réduction de l'investissement dans le secteur résidentiel, ce qui n'a eu qu'un faible impact sur le reste du monde. Ce n'est que lorsque la consommation personnelle, et surtout les dépenses en biens durables comme l'automobile, a commencé à fléchir aux États-Unis que la situation a évolué à un autre niveau, se traduisant d'abord par une baisse des importations.

De novembre 2008 à janvier 2009, les importations – excluant le pétrole – ont affiché une baisse de 11,2 % en comparaison avec la même période de l'année précédente. Cette baisse a eu

un effet d'entraînement sur toute la chaîne d'approvisionnement des pays exportateurs, particulièrement en Asie mais également en Europe, et la croissance économique de ces régions a également commencé à se replier. Notre scénario principal prévoit une reprise progressive aux États-Unis suivie d'une croissance économique plus modérée. Les pays exportateurs de biens en capital tels que le Japon, la Corée et l'Allemagne connaîtront un redressement très lent dû à une capacité industrielle excédentaire au niveau mondial. Les pays exportateurs de biens de consommation et de produits de base devraient suivre la même voie que l'économie américaine, quoique la reprise dépendra aussi des niveaux de la demande locale. Le FMI prévoit une croissance de la production mondiale de 2,2 % en 2009 et de 5,1 % pour les marchés émergents. Il faut noter cependant que cette prévision a été publiée en novembre 2008 et ne tient donc pas compte des importants programmes de stimulation fiscale et monétaire mis en place à travers le monde depuis.

Le marché des titres à revenu fixe

Au cours des trois derniers mois, la courbe des rendements aux États-Unis a opéré un revirement par rapport aux creux historiques enregistrés à la fin de 2008. L'adoption de mesures extrêmes par la Réserve fédérale constitue un développement encore plus drastique. Les taux d'intérêt ont été réduits à quasiment zéro en décembre 2008 et la Fed a annoncé récemment son intention d'acheter des obligations du gouvernement afin de prévenir une hausse des taux d'intérêt à long terme. Cette

stratégie, qualifiée d'assouplissement quantitatif, a également été adoptée par la Banque d'Angleterre, et c'est la première fois depuis la Deuxième Guerre mondiale que la Réserve fédérale achète directement des titres d'emprunt de son gouvernement national.

La Réserve fédérale procède également à l'achat de volumes considérables de titres adossés à des créances hypothécaires, dans le but de contrôler efficacement l'écart entre les taux hypothécaires et

ceux des obligations du gouvernement à échéance de 30 ans. Nous avons vu des annonces semblables à travers le monde alors que les banques centrales s'impliquent davantage dans le marché des titres à revenu fixe.

Dans ce contexte, nous demeurons donc prudents, mais opportunistes, dans la gestion des portefeuilles obligataires. La durée moyenne de nos portefeuilles est plus courte que celle de l'indice de référence, et nous continuerons de tirer profit des écarts considérables offerts sur les titres à revenu fixe d'émetteurs de haute qualité, soit essentiellement les gouvernements provinciaux

mais également quelques entreprises. L'inflation demeure dans notre mire. À court terme il est probable qu'elle se maintiendra à un taux modéré compte tenu de l'ampleur de la capacité excédentaire prévalant actuellement en Amérique du Nord comme ailleurs dans le monde. À plus long terme, étant donné le montant élevé affecté à la stimulation monétaire, l'inflation pourrait cependant devenir une menace. Les banques centrales et les gouvernements devront faire preuve de rigueur au moment de mettre fin aux programmes de stimulation lorsque la croissance reprendra du service.

Les marchés boursiers

Les bénéfices annuels des entreprises américaines ont atteint un sommet de 1,7 billion de dollars au troisième trimestre de 2006. Les bénéfices générés au dernier trimestre de 2008 sont de 1,3 billion de dollars, en baisse de 26 % sur le montant record. L'essentiel de ce recul est survenu pendant le deuxième semestre de l'année 2008. Le repli soudain de l'activité économique a eu un effet négatif immédiat sur les bénéfices, les entreprises n'ayant pas eu le temps d'ajuster leur structure de coûts aux niveaux inférieurs de demande. Elles ont depuis commencé à faire de tels ajustements et le taux de diminution des bénéfices devrait être plus modéré.

Les bénéfices du S&P 500 ont quant à eux chuté de 17 %, de 84,56 \$ par action en 2007 à 61,85 \$ par action en 2008. Le secteur financier, qui comptait pour 27 % des bénéfices, a été le plus durement touché, se retrouvant en situation de perte. Nous anticipons une reprise considérable de ces compagnies alors que les effets majeurs des ajustements au prix de marché achèvent et les pertes provenant des marchés des capitaux sont neutralisées ou renversées. D'un autre côté, les producteurs d'énergie subiront des baisses

significatives dues aux baisses du prix du pétrole. Ce sera aussi le cas des producteurs d'autres matériaux, tels que l'industrie des produits chimiques. Globalement, nous prévoyons que les bénéfices totaux du S&P 500 seront très bas dans la première partie de 2009 et retourneront au même niveau qu'en 2008 pour l'année complète. Pour 2010, on devrait voir une amélioration plus uniforme à travers les différentes industries. Nous anticipons une hausse d'au moins 10 % des bénéfices d'exploitation, qui se chiffreront à 70 \$ ou plus. Cela suggère que le ratio cours-bénéfice est présentement de 13,8x les bénéfices estimés pour 2009 et 12,3x les niveaux de 2010.

Au cours des cinq prochaines années, nous croyons que les bénéfices poursuivront leur remontée et qu'un profit à long terme entre 96 \$ et 105 \$ ne serait pas irréaliste. À des niveaux d'évaluation se situant entre 12 et 16x les bénéfices, on pourrait s'attendre à ce que le S&P 500 se transige entre 1150 et 1550. Compte tenu du rendement des dividendes actuel de 3,3 %, ces intervalles représentent un rendement potentiel de 9 à 16 % ou un rendement moyen anticipé de 12,5 %.

Conclusion

Il est sans doute trop tôt pour conclure que l'activité économique a atteint un creux aux États-Unis, mais certains indicateurs pointent vers une stabilisation de la conjoncture. Divers facteurs ayant perturbé les marchés du crédit font l'objet d'une intervention musclée de la part du gouvernement des États-Unis et d'autres pays.

Les taux d'emprunt ont été diminués, les hypothèques ont été restructurées et amplement de nouveau capital a été injecté dans les banques sous le programme TALF. De plus, la traditionnelle dépense dans l'infrastructure et d'autres programmes ciblés s'ajoutent au stimulus massif qui sera déployé cette année et l'année prochaine.

Le comportement des consommateurs est un déterminant majeur qui influencera l'évolution de l'économie au cours des mois et années à venir. Jusqu'à présent, l'augmentation de l'épargne a été rapide mais s'est ajusté à un niveau raisonnable. Les consommateurs font preuve de précaution mais ne semblent pas être fortement traumatisés. Si leur réaction continue à se traduire par un taux d'épargne entre 4% et 5 %, l'économie devrait se régulariser et reprendre le chemin de la croissance, quoiqu'à des niveaux plus bas que ceux des quinze dernières années. La possibilité d'un mouvement vers un taux d'épargne accru ne peut être complètement écartée et cela entraînerait une période prolongée d'activité stagnante aux États-Unis. Alors que nous traversons cette période difficile, nous sommes impressionnés par la réponse des consommateurs et des gouvernements et nous penchons donc vers un scénario de stabilisation et de croissance

modeste plus tard cette année et l'année prochaine.

Compte tenu de la baisse marquée du prix des actions au cours de la dernière année et la contractions des bénéfices des entreprises, les prix des titres boursiers se sont ajustés à des niveaux d'évaluation qui semblent plus que raisonnables. Nous favorisons donc les actions par rapport aux obligations et poursuivons notre stratégie visant à ramener la pondération des actions dans vers leurs cibles. Nous privilégions des compagnies de haute qualité, opérant dans des secteurs économiques stables, offrant des dividendes élevés et qui se transigent à des niveaux d'évaluation raisonnables.

À moins d'avis contraire, la devise utilisée est le dollar américain.

Les présents renseignements ont été obtenus de sources que nous croyons fiables mais ne sont pas garantis par nous et pourraient être incomplets. Les opinions exprimées sont basées sur notre analyse et notre interprétation de ces renseignements. L'analyse de Letko, Brosseau et Associés Inc. comprend des prévisions explicites ou implicites qui pourraient ne pas se réaliser et même différer sensiblement de la réalité future. Il va de soi que, de par sa nature même, tout énoncé prévisionnel est incertain et comporte des risques inhérents