

Letko, Brosseau & Associés Inc.

Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

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

- *Plusieurs signes indiquent que la reprise aux États-Unis prend de l'élan. Le marché de l'immobilier, les ventes au détail et la production industrielle ont connu une amélioration depuis le premier trimestre de 2009. Nous croyons qu'un timide redressement du marché de l'emploi est entamé et prévoyons un retour à la croissance de l'emploi en 2010.*
- *Ce virage étant plus clairement défini, nous pensons qu'il est fort possible que la croissance du PIB réel aux États-Unis atteigne ou excède 4 % en 2010.*
- *Les perspectives de croissance au delà de 2010 demeurent plus modérées. Nous anticipons que les mesures de stimulation du gouvernement seront graduellement retirées de l'économie et que les dépenses de consommation resteront refrénées alors que les ménages chercheront à ramener leur taux d'épargne à un niveau plus prudent.*
- *Ailleurs dans le monde, de nombreux pays développés feront face aux mêmes restrictions budgétaires que les États-Unis, tandis que les pays en développement retrouveront leur rythme de croissance de long terme.*
- *À notre avis, le dollar US est déjà peu dispendieux. Nous ne croyons pas que des forces extérieures produiront une dépréciation désordonnée.*
- *Le potentiel du marché obligataire n'est pas très intéressant car les taux de rendement courant sont bas et des émissions massives par les gouvernements au Canada et à l'étranger pourraient pousser les taux à long terme à la hausse.*
- *En dépit de la hausse significative du prix des actions depuis le creux de mars 2009, on peut encore trouver des entreprises de qualité se négociant selon des évaluations raisonnables et soutenues par des taux de dividendes concurrentiels. Nous croyons qu'un portefeuille d'actions choisies avec soin produira un rendement supérieur à celui des obligations au cours des cinq prochaines années.*



L'économie mondiale a continué de se redresser au cours des derniers mois, et les États-Unis et plusieurs autres pays sont sortis de la récession au troisième trimestre. Ce virage étant plus clairement défini, nous pensons que le PIB réel américain pourrait être plus vigoureux en 2010, affichant possiblement une croissance de 4 % en termes réels. Cela traduirait de bien meilleures perspectives en matière d'emplois, de revenus, de dépenses, de production et d'habitation. Cependant, nous demeurons prudents à l'égard des perspectives à moyen terme, car le gouvernement commencera à retirer ses mesures de stimulation, et les consommateurs américains s'ajusteront à un taux d'épargne accru. Ailleurs dans le monde, de nombreux pays développés feront face aux mêmes restrictions budgétaires que les États-Unis, tandis que les pays en développement retrouveront leur rythme de croissance de plus long terme.

Nous verrons, au fil de ce commentaire, qu'une dépréciation soutenue du dollar américain est peu probable pour plusieurs raisons. D'abord, sur la base de son évaluation, le dollar est déjà assez peu dispendieux. Ensuite, le risque est faible que des forces extérieures produisent une dépréciation désordonnée, car il est dans l'intérêt économique

L'économie mondiale

Le PIB réel des États-Unis affiche une progression de 0,7 % sur celui du trimestre précédent, mais il a néanmoins chuté de 2,5 % par rapport à l'an dernier. Cette progression est étroitement liée aux mesures gouvernementales telles que le programme de *prime à la casse* qui a poussé à la hausse la demande de voitures, et le crédit de taxe à l'achat d'une première maison qui a favorisé l'investissement dans le secteur résidentiel. La baisse des impôts et la hausse des paiements de transfert ont pour leur part contribué à une croissance de 2,4 % du revenu disponible, ce qui à son tour a aidé à stabiliser la consommation. Les entreprises ont commencé à augmenter leurs dépenses d'investissement en équipement et logiciels; celles-ci représentent 6,3 % du PIB, ce qui est de 21 % inférieur à la moyenne de la dernière décennie et constitue un creux historique. Le déstockage des inventaires s'est poursuivi pour un 7^e trimestre consécutif. La réduction globale des niveaux d'inventaire a retranché 1 % au PIB,

de plusieurs pays que la valeur du dollar US se maintienne dans une fourchette raisonnable.

Le dernier trimestre a été favorable aux cours des obligations et des actions, les deux catégories d'actif s'étant considérablement remises du creux *post-crash* où elles avaient sombré. Ainsi, au cours de la dernière année, l'indice composé TSX a grimpé de 30,7 % et bien que le S&P 500 affiche une progression comparable, la vigueur du dollar canadien a dilué cette remontée pour la limiter à 6,7 %. Quant aux indices Bloomberg Euro 500 et MSCI-Monde, ils affichent une remontée de 12,1 % et 13,7 % respectivement, en dollars canadiens. Les obligations canadiennes se sont également appréciées, et l'indice DEX univers affiche un rendement total de 5,4 %. Compte tenu de la faiblesse des taux d'intérêt et des écarts de crédit beaucoup plus étroits qu'il y a six mois, nos prévisions demeurent modestes à l'égard des rendements obligataires. Nous continuons de croire que les bénéficiaires des entreprises vont poursuivre leur redressement de manière soutenue, ce qui se traduira par de bons rendements boursiers. Aussi, dans le contexte actuel, nous continuons de préférer les actions aux obligations.

ce qui est considérablement plus qu'au cours des récessions antérieures, où le phénomène n'avait pas touché plus de 0,35 % du PIB. Nous prévoyons que les investissements en inventaires commenceront à contribuer positivement au cours des prochains mois.

Plusieurs signes indiquent que la reprise prend de l'élan. D'abord, et bien que cela ne soit pas largement reconnu, les perspectives d'emploi se sont améliorées aux États-Unis. L'emploi temporaire – indicateur précurseur de l'emploi total – est en hausse de 6,5 % par rapport aux creux du deuxième trimestre. De plus, les statistiques mensuelles sur l'emploi révèlent une nette tendance au ralentissement des pertes d'emplois. Ainsi les données désaisonnalisées indiquent un recul des pertes d'emplois, passées d'une moyenne de 622 000 par mois entre octobre 2008 et mars 2009, à moins de 100 000 par mois au

quatrième trimestre, dont 11 000 seulement en novembre.

On peut également extraire de l'information intéressante en analysant les données d'emploi brutes, qui excluent les mesures d'ajustement saisonnier. Traditionnellement, l'automne est la période de l'année où se crée le plus grand nombre de nouveaux emplois. Ainsi au cours des dix dernières années – à l'exclusion des années de récession 2001 et 2008 – l'emploi a augmenté de 1,0 % à 1,5 % entre les mois de septembre et novembre. Les données brutes portant sur la période de septembre à novembre 2009 révèlent la création de 1,2 million de nouveaux emplois aux États-Unis, ce qui représente une hausse de 0,9 %. Autrement dit, le marché de l'emploi retrouve une certaine forme, et nous avons confiance d'observer un retour à sa croissance en 2010 aux États-Unis.

Toujours aux États-Unis, on constate une stabilisation de la tendance au chapitre des salaires au cours des trois derniers mois. Globalement, les salaires affichent toujours un recul de 3,6 % sur une base annuelle, mais dans le secteur des services, ils affichent maintenant 2,7 % de plus que le creux enregistré en mars dernier. À cela s'ajoutent un taux d'imposition très faible et un taux élevé de transferts du gouvernement ce qui résulte en une hausse de 2,4 % du revenu disponible. Ainsi, avec un revenu disponible en hausse et un taux d'épargne stable de 4,5 %, les ventes au détail ont augmenté de manière séquentielle. De fait, les ventes au détail affichaient en novembre une hausse de 3,8 % sur le premier trimestre de l'année, malgré qu'elles soient de 1,8 % inférieures à celles d'un an plus tôt. Compte non tenu des ventes d'automobiles et des ventes volatiles de pétrole, le recul enregistré en novembre était de 0,9 % en termes annuels. À court terme nous prévoyons des gains dans ces marchés, car la comparaison avec les données de l'année antérieure ne pourra être que favorable au cours des mois à venir.

Du côté du marché de l'habitation, le gouvernement américain maintient toujours les mesures exceptionnelles mises en place pour soutenir le secteur résidentiel. Ainsi le gouvernement a un vaste programme d'achat des titres adossés à des hypothèques émis par Fannie Mae et Freddie Mac, et offre un incitatif en espèces à concurrence de 8 000 \$ aux acheteurs

d'une première maison. Les taux hypothécaires fixes de 30 ans sont donc demeurés en deçà de 5 % depuis le mois de septembre 2009, ce qui est un taux historiquement bas. Les transactions immobilières étaient en hausse de 31 % en octobre par rapport aux creux observés plus tôt dans l'année, et les indicateurs des prix des maisons se stabilisent. Reste à voir comment réagira le marché résidentiel lorsque le gouvernement retirera ses programmes de soutien, qui devraient prendre fin dans le courant du premier semestre de 2010.

Les indicateurs de production manufacturière et d'activité industrielle montrent une remontée soutenue par rapport aux creux enregistrés plus tôt dans l'année. Les données de l'ISM (Institute for Supply Management) montrent une progression de l'activité manufacturière au cours des quatre derniers mois, et une hausse plus rapide des nouvelles commandes que de la production. Les commandes de biens durables sont pour leur part de 3,5 % de plus qu'au premier trimestre de 2009. Enfin, certaines données hebdomadaires sur le commerce révèlent un redressement soutenu dans un vaste éventail d'activités.

Lors de l'élaboration de nos prévisions et de notre scénario économique pour 2010, un élément principal dont nous devons tenir compte est l'extrême faiblesse observée au cours du premier semestre de 2009. Conséquemment, il sera facile de noter une amélioration au fil de 2010.

Plus spécifiquement, nous supposons qu'il y aura croissance de l'emploi au cours de la prochaine année. Cette croissance s'accompagnera de taux d'imposition stables, résultant en une remontée du revenu disponible que nous estimons entre 3,0 % et 4,0 %. Nous supposons également un taux d'épargne stable de 4,5 % en 2010, ce qui favorisera une croissance de la consommation à un rythme comparable au revenu disponible. Un autre secteur devrait contribuer à la croissance : les investissements des entreprises en matériel et logiciels. En effet, nous pensons que les investissements des entreprises en matériel et logiciels vont augmenter, car les bénéfices des entreprises aux États-Unis sont progressivement à la hausse depuis les trois derniers trimestres, et les bénéfices non répartis des entreprises ont augmenté encore plus rapidement, en raison des versements plus faibles de dividendes. En outre,

les investissements affichent leur plus faible rapport au PIB des 40 dernières années. Finalement, nous croyons que le niveau des inventaires recommencera à croître en 2010.

Du côté négatif, les dépenses des entreprises en infrastructures devraient demeurer faibles en raison du climat peu favorable aux emprunts. Enfin, les échanges internationaux devraient connaître un redressement global mais avoir néanmoins une légère incidence négative sur la croissance, car les importations de biens de consommation discrétionnaire, qui se sont réduites significativement en 2009, sont susceptibles de rebondir en 2010. Tous ces facteurs réunis, nous pensons qu'il est très possible que la croissance du PIB frôle, voire excède, un taux de 4 %.

Cependant, cette affirmation ne modifie pas notre perspective à long terme, qui veut que la croissance post-2010 sera probablement plus tempérée, d'environ 1 % - 2 % en moyenne au cours des trois années qui suivront. Les deux grands secteurs qui mettront la croissance au défi seront ceux des dépenses gouvernementales et des dépenses de consommation. Les niveaux des dépenses publiques et les taux d'imposition actuels se traduiront par des déficits budgétaires représentant plus de 10 % du PIB en 2009 et 2010. Cette situation ne saurait perdurer, et elle devra être résolue à moyen terme, probablement à compter de 2011. Selon notre compréhension des intentions du gouvernement, les mesures de stimulation seront éliminées petit à petit, probablement par le biais d'hausses d'impôts et de compressions des dépenses publiques. En ce qui touche aux dépenses de consommation, nous supposons que leur croissance sera plus lente que celle des revenus pendant le cycle économique en cours, car les ménages chercheront plutôt à reconstituer leur épargne afin de la ramener à un niveau plus prudent. Notre scénario pour une croissance de 1 % - 2 % suppose que le taux d'épargne grimpera jusqu'à 8 %. Si le taux d'épargne se maintenait plutôt aux abords de 5 % - 6 %, la croissance réelle pourrait bien enregistrer un 1 % additionnel pour se fixer à une moyenne de 2 % - 3 %.

Notre observation de la situation dans les diverses parties du monde révèle que les données économiques des pays développés sont en adéquation avec ce que nous observons aux États-Unis. Ainsi le PIB au Canada a augmenté

progressivement de 0,1 % au troisième trimestre, marquant la fin de la récession après trois trimestres de contraction. L'économie canadienne se porte relativement bien, soutenue par les dépenses des ménages et des gouvernements. Le marché de l'emploi est plutôt vigoureux, et l'on note la création de 93 600 nouveaux emplois au cours des quatre derniers mois. En outre, le crédit ne semble pas aussi restreint au Canada qu'au sud de la frontière; le crédit des ménages a augmenté de 7,5 % au cours des douze derniers mois, alors qu'il affiche un repli de 4,9 % aux États-Unis. Ces deux facteurs ont favorisé une croissance de 0,5 % de la consommation au troisième trimestre par rapport à l'an dernier. Nous prévoyons une hausse de 3 % à 4 % du PIB réel en 2010 au Canada, où l'on observe les mêmes facteurs en jeu qu'aux États-Unis. Au-delà de 2010, la croissance économique au Canada sera sans doute plus tempérée, car les gouvernements chercheront à réduire leurs déficits et les ménages, à épargner davantage.

La conjoncture s'est également améliorée en Europe, et le PIB réel de l'UE a augmenté de 0,3 % de manière séquentielle au cours du troisième trimestre, bien qu'il soit à 4,3 % de moins qu'il y a un an. Parmi les principales économies, celles de la France et de l'Allemagne ont enregistré une croissance au troisième trimestre. Une grande part de cette croissance est attribuable aux dépenses publiques accrues, car les dépenses de consommation et les investissements des entreprises sont demeurés inchangés. Au Royaume-Uni l'activité est demeurée faible, car les ménages continuent de réduire leurs dépenses. Le Japon, l'un des pays les plus durement frappés par le ralentissement, émerge lentement de la récession; bien que de 4,7 % inférieur au taux de l'an dernier, son PIB affiche une croissance séquentielle depuis deux trimestres consécutifs.

Ailleurs en Asie, l'activité a rebondi de façon marquée au troisième trimestre. Le PIB réel de la Chine a grimpé d'un étonnant 8,9 % par rapport à l'an dernier, grâce à une hausse de plus de 10 % de la production industrielle. Les exportations ont explosé de 25 % par rapport aux taux enregistrés au premier trimestre de 2009. Quant à l'Inde, elle enregistre des taux de croissance élevés elle aussi, comme en fait foi la hausse de 7,9 % du PIB réel au troisième trimestre par rapport à l'année précédente. Dans l'ensemble, les prévisions du

FMI portent à 3,1 % le taux de croissance du PIB mondial en 2010. La croissance mondiale sera essentiellement attribuable aux économies en

émergence, dont le taux de croissance devrait s'établir à 5,1 %.

Le dollar US - perspectives

Les prévisions d'une croissance médiocre à moyen terme aux États-Unis, auxquelles s'ajoutent l'attente de déficits budgétaires et commerciaux élevés et l'affirmation par divers gouvernements étrangers du besoin de diversifier leurs réserves monétaires avec d'autres devises que le dollar US, tous ces facteurs réunis ont bien sûr rendu les investisseurs un peu craintifs à l'égard des perspectives entourant le dollar US. On peut bien sûr comprendre, mais notre analyse indique néanmoins que ces inquiétudes pourraient être prématurées. Notre travail indique que le dollar est déjà une devise sous-évaluée. Si l'on examine ensuite la composition du déficit commercial des États-Unis, nous concluons qu'il existe un déficit commercial structurel et qu'il est possible de le financer. Enfin, regardons la dette du gouvernement américain : compte tenu du volume de titres d'emprunt émis et des principaux détenteurs et acheteurs potentiels, il est peu probable que ceux-ci voudront provoquer une crise du dollar sur le marché des devises.

Nous avons élaboré un modèle d'évaluation de la juste valeur de diverses paires de devises dans le cadre de notre analyse de la valeur relative du dollar US. Le modèle porte sur le long terme et se fonde sur une parité des prix à la consommation (IPC) et des prix des exportations. En règle générale, dans le cas des économies étroitement liées – comme celles du Canada et des États-Unis – les devises se maintiennent normalement dans une fourchette de parité de +/- 10 %. Dans le cas de pays dont les économies ne sont pas aussi étroitement liées, la fourchette sera forcément plus large. Aux taux de change actuels, selon notre modèle de parité de l'IPC, le dollar US serait considéré comme sous-évalué par rapport à toutes les grandes devises négociées sur les marchés. Le dollar US se négocie à une escompte de 7 % par rapport au dollar canadien, de 15 % par rapport à l'euro et à la livre sterling, et de 23 % par rapport au yen. Soulignons en outre que de 2002 à ce jour, le dollar US s'est déjà considérablement déprécié, reculant de 34 % par rapport au huard, de 31 % vis-à-vis du yen et de 38 % par rapport à l'euro; il a toutefois gagné 11 % par rapport à la livre sterling.

L'explication courante de la glissade ininterrompue du dollar US veut qu'elle soit due au déficit commercial élevé et persistant des États-Unis. Mais il faut selon nous distinguer le déficit structurel du déficit cyclique. Le recul d'ordre structurel est lié à la dépendance à long terme envers les importations de pétrole et de produits manufacturés à bon marché en provenance de la Chine. Le déficit cyclique, pour sa part, est davantage lié à la conjoncture économique actuelle, ce qui lui donne un caractère plus ponctuel. Les États-Unis sont les plus grands consommateurs de pétrole dans le monde, car leur infrastructure encourage la consommation de cette énergie fossile : expansion urbaine, système de transport collectif, etc. Actuellement, il se consomme aux États-Unis environ 18 millions de baril par jour, dont 10 millions de barils – soit 55 % – sont importés. Au cours des douze derniers mois, le déficit commercial attribuable au pétrole s'est élevé à environ 200 milliards de dollars. En supposant que le prix du pétrole se maintiendra dans une fourchette de 65 \$ à 80 \$ le baril au cours des prochaines années, cela portera le déficit commercial américain attribuable au pétrole à quelque 235 à 300 milliards de dollars.

Une autre part importante du déficit structurel découle du commerce avec la Chine. Nous supposons que ce déficit est de nature structurelle, car la plupart des biens importés le sont en raison des très faibles coûts de main-d'œuvre en Chine et du fait qu'ils ne pourraient être aisément remplacés par la production locale, vu que l'essentiel de la chaîne de production a déjà déménagé à l'étranger. Le déficit commercial des États-Unis à ce chapitre s'élève à 240 milliards de dollars pour les douze derniers mois.

Ainsi le déficit commercial structurel atteint-il 420 milliards de dollars pour les douze derniers mois, tandis que le déficit commercial des États-Unis totalisait 390 milliards de dollars. L'écart entre ces deux montants, qui représente le secteur commercial « cyclique », est donc, de fait, excédentaire. Cela ne devrait pas nous étonner, compte tenu que les importations ont chuté de

20,4 % pendant la récession, et que la faiblesse du dollar US a soutenu les exportations.

La question fondamentale est donc de déterminer si un déficit commercial soutenu peut continuer à être financé. Nous croyons que la réponse est que c'est possible, et que c'est ce qui se passera. N'oublions pas que la Chine et les pays de l'OPEP ont intérêt – pour leur propre économie – à ce que l'économie américaine soit stable, car ils doivent y écouler leurs produits et leur pétrole. Aussi pensons-nous que ces pays continueront de financer la part du déficit structurel américain à laquelle ils sont liés. En outre, étant donné que la valeur de la monnaie de la Chine et de celle de plusieurs pays exportateurs de pétrole est, sinon ouvertement à tout le moins dans les faits, arrimée au dollar US, ces pays conserveront probablement le produit de leurs ventes en dollars US afin de maintenir leur taux de change.

Dans l'avenir, nous prévoyons que cet équilibre évoluera, mais que le processus s'étendra sur de nombreuses années. Nous ne pensons pas que le déficit commercial avec la Chine diminuera au cours du prochain cycle économique, mais les États-Unis commencent à entrevoir l'avantage de réduire leur dépendance au pétrole de l'étranger. On commence tranquillement aux États-Unis à émettre des suggestions sur la manière de réduire cette dépendance au pétrole étranger, notamment en réduisant la consommation et en favorisant la mise en valeur des sources énergétiques locales telles le gaz naturel, l'éthanol et les bio-carburants. L'instauration de ces changements se ferait sans doute lentement et graduellement, mais s'ils se concrétisaient cela pourrait permettre de réduire de moitié le déficit commercial.

Pour ce qui est de la question du financement de la dette extérieure des États-Unis, nous constatons que concurremment à la croissance du déficit commercial au cours de la dernière décennie, la détention de billets et obligations du Trésor américain a augmenté régulièrement. Ainsi en septembre 2009 les titres d'emprunt en circulation du gouvernement central s'élevaient à 7,6 billions de dollars, dont 46 % - soit 3,5 billions de dollars – étaient détenus par des étrangers. De ce montant, 2,4 billions de dollars étaient dans les mains de banques centrales et autres organismes d'État, laissant le reste aux acteurs du secteur privé à l'étranger.

La propriété étrangère de titres d'emprunt du gouvernement des États-Unis représente actuellement 24 % du PIB de ce pays. Or cette proportion poursuivra sa progression au cours des deux prochaines années au moins, car l'on prévoit que l'augmentation de la dette sera supérieure à celle du PIB. Cependant, elle demeure bien en deçà des 50 à 60 % du PIB qui constitue historiquement le seuil habituel au-delà duquel commencent sérieusement les problèmes de devises. En outre, toutes les émissions de titres d'emprunt sont libellées en dollars US, et la dépréciation du billet vert ne provoquerait donc pas une situation où les obligations à l'égard de la dette tomberaient dans une spirale hors contrôle. Cela a été le cas des crises de change qu'ont connues le Mexique, l'Argentine, la Russie et le Brésil, qui avaient émis de gros montants de titres d'emprunt libellés en devises étrangères et qui n'ont pas pu assurer le service de la dette lorsque leurs monnaies se sont effondrées.

Les plus grands acheteurs de billets du Trésor des États-Unis sont, par ordre de détention de titres en circulation, la Chine (800 G\$), le Japon (750 G\$), les pays de l'OPEP (190 G\$) et le Brésil (145 G\$). Les grands centres financiers, comme la Suisse, le Luxembourg, le Royaume-Uni et les Caraïbes, détiennent conjointement 590 G\$. Tous ces acheteurs ont continué d'acheter des billets et obligations du gouvernement étatsunien au cours des deux dernières années, période pendant laquelle la dette des États-Unis a poursuivi son ascension tandis que les taux d'intérêt reculaient.

Les pays dont le taux de change de la monnaie est arrimé (Chine, plusieurs pays de l'OPEP) ou administré (Japon, Brésil) ont besoin de réserves de dollars US pour maintenir ou influencer le taux de leur propre monnaie sur les marchés. Ensuite, étant donné que les États-Unis représentent environ 30 % du PIB mondial et que de nombreux contrats sur marchandises et services sont libellés en dollars US, les pays comme les individus conserveront des actifs en dollars US afin de couvrir leur risque de change. Enfin, le marché américain des billets et autres titres du Trésor demeure le plus étendu et le plus liquide dans le monde pour les titres d'emprunt. Selon nous, il est donc improbable que le dollar US perde, à moyen terme, son statut de plus importante monnaie dans le monde.

L'examen de la composition des réserves mondiales de devises révèle que le dollar US représente 63 % de ces réserves, et l'euro, 27 %. Au cours de la dernière décennie, la part du dollar US dans ces réserves a reculé d'environ 10 %, essentiellement au profit de l'euro. Dans un proche avenir, cette tendance pourrait se poursuivre à un rythme lent et mesuré, mais quelques facteurs pourraient jouer et ralentir ce mouvement. D'abord, le dollar est bon marché. Ensuite, les pays de la zone euro font face à des difficultés budgétaires très semblables – en taille et en ampleur – à celles que traversent les États-Unis. En outre, le régime réglementaire unifié dans la zone euro n'est pas encore chose faite, comme en font foi les nombreuses tentatives nationales de sauvetage des banques et la non ingérence

actuelle à l'égard des difficultés budgétaires que connaît la Grèce. Enfin, nous constatons que la croissance de la masse monétaire aux États-Unis a été mesurée et raisonnable tout au long de la crise. M1 a augmenté de 5,7 % au cours des douze derniers mois jusqu'à décembre 2009 tandis que M2 a cru de 3,2 %. Ce rythme de croissance ne nous apparaît pas excessif compte tenu de la conjoncture actuelle et de la capacité de la Réserve fédérale à contenir cette croissance. À notre avis, les détenteurs de dollars US n'ont pas été alarmés par ces tendances dans le passé et ne devraient pas s'en inquiéter dans le futur. En conséquence, les taux de change continueront de fluctuer, mais nous ne prévoyons pas de dépréciation désordonnée du billet vert.

Stratégie de placement : des actions et des obligations

Nos décisions en matière de répartition de l'actif reposent sur l'élaboration de scénarios prévisionnels des rendements à moyen terme des obligations et des actions. La courbe des rendements est bien sûr très marquée entre les titres à échéance de trois mois et les titres à 10 ans, et ce, pour les titres des États-Unis et du Canada pareillement; cette situation est liée aux taux d'intérêt extrêmement faibles. Cependant, le rendement absolu des obligations à échéance de 10 ans demeure proche d'un creux historique. En outre, les écarts de crédit qu'affichent les obligations provinciales et de sociétés se sont considérablement réduits depuis le premier trimestre de 2009. Compte tenu des cours obligataires actuels, nous prévoyons un rendement d'environ 3 % de nos portefeuilles d'obligations pour la prochaine année.

Le bénéfice d'exploitation prévisionnel des sociétés du S&P 500 est actuellement de 70 \$ pour 2010, ce qui représente une hausse sur les 63 \$ de 2009 mais reflète toujours des bénéfices

déprimés. Nous estimons qu'il est possible que les bénéfices atteignent les 110 \$ à 125 \$ au cours des cinq prochaines années. Si l'on suppose un multiple d'évaluation raisonnable, entre 12x et 16x, les rendements des actions pourraient bien s'établir dans une fourchette de 9 % à 15 %. En outre, dans le marché actuel, l'investisseur avisé peut encore trouver des entreprises bien financées, qui occupent une place prépondérante dans leur marché et ce dans de nombreux secteurs d'activité, et qui se négocient à des évaluations raisonnables soutenues par des taux de dividendes concurrentiels.

En conclusion, nous croyons qu'un portefeuille d'actions choisies avec soin produira un rendement supérieur à celui des obligations au cours des cinq prochaines années et nous préférons donc encore les actions aux espèces et aux obligations.

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