

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

L'attention des investisseurs est restée braquée sur l'Europe au quatrième trimestre ; les doutes sur la situation financière des pays de la zone euro et sur la viabilité de la monnaie commune ont provoqué des hausses des taux d'intérêt dans les pays périphériques de la zone. Par ailleurs, après un recul durant l'été, les marchés boursiers mondiaux se sont raffermis et leur reprise a été plus forte aux États-Unis que partout ailleurs. Dans l'ensemble, l'année boursière 2011 laisse le souvenir d'une forte volatilité et de disparités importantes dans les rendements. Pour l'année, les rendements globaux des actions (en dollars canadiens) ont été les suivants : MSCI Monde -3,4 %, S&P 500 +4,4 %, S&P/TSX -8,7 %, DAX -15,4 %, CAC40 -14,2 %, FTSE -0,1 % et Nikkei -9,1 %.

Alors que les investisseurs restent indifférents à l'absence de progrès vers la solution des problèmes fiscaux des États-Unis, l'Europe adopte selon nous des changements positifs et tangibles. La nomination de nouveaux dirigeants en Grèce et en Italie et l'élection d'un gouvernement conservateur en Espagne laissent présager plus de discipline fiscale. Les banques européennes vont devoir renforcer leur capital d'ici le milieu de 2012, sept ans avant la date prévue à l'origine. De nouvelles initiatives lancées par la BCE allègent les contraintes financières sur les banques de la zone euro en leur permettant de contracter des emprunts quasi-illimités à taux très faibles. Enfin, tous les membres de l'Union Européenne (sauf le Royaume-Uni) se sont engagés, le 9 décembre, à resserrer rapidement l'intégration de leurs économies.

Le pessimisme persistant des derniers mois et l'hésitation croissante des banques à se consentir mutuellement du crédit aggravent le risque d'une croissance anémique, sinon d'une récession, dans la zone euro en 2012. Cependant, les mesures adoptées par la Banque Centrale et le niveau élevé de l'épargne des particuliers en Europe - 15 % en moyenne - devraient amortir les effets de l'ajustement économique et prévenir un ralentissement plus sérieux. Pour le moment, les cours des actions européennes tiennent déjà compte d'un scénario économique négatif pour l'Europe en 2012 et rejoignent ou presque leurs bas de la fin de 2008 et du début de 2009.



Au cours du trimestre écoulé, les cours des obligations à moyen et long termes canadiennes et américaines ont monté sous la pression de la demande d'investisseurs à la recherche des titres d'État perçus comme étant de la plus haute qualité. Le risque attaché aux obligations à long terme canadiennes a donc encore augmenté à notre avis : les taux d'intérêt sont tellement bas qu'ils ne compensent même plus les investisseurs pour l'inflation. Nous continuons donc de penser que les actions sont plus intéressantes et que leur rendement dépassera ceux des obligations et des quasi-espèces quand les inquiétudes d'ordre macro-économique se calmeront.

Europe : progrès mais incertitudes

Des changements positifs se concrétisent en Europe.

Depuis trois mois, les dirigeants politiques ont changé en Espagne, en Grèce et en Italie, et les nouveaux gouvernants pro-européens ont tous manifesté leur volonté de coopérer. Tous ont reçu de parlements élus des mandats clairs en faveur de mesures d'austérité fiscale, de la collaboration avec les institutions européennes et de l'appartenance à l'union monétaire. Ces changements confirment une fois de plus la volonté politique des pays européens, centraux comme périphériques, de défendre l'euro et de renforcer l'Union Européenne.

Des gouvernements pro-européens sont instaurés en Espagne, Grèce et Italie.

La donne a changé aussi à la BCE. Jean-Claude Trichet, son président, dont le mandat a expiré, a cédé la place à Mario Draghi, antérieurement président de la Banque d'Italie. Dès son entrée en fonction, celui-ci a réduit le taux d'intérêt directeur de 25 points de base à deux reprises, réduisant le taux de financement à court terme à 1,0 %, en plus d'assouplir les règles applicables à l'éligibilité des garanties. En outre, la BCE a annoncé qu'elle était pour la première fois prête à consentir aux banques des crédits de refinancement à plus long terme, pouvant aller jusqu'à trois ans, et pour des montants illimités. En soutenant ainsi librement les banques commerciales avec des taux faibles, la BCE a contrebalancé les contraintes de financement qu'elles subissaient depuis 18 mois. Parallèlement, après les tests de solvabilité de l'été dernier, l'autorité de réglementation des banques européennes a imposé aux banques, avec l'accord des États membres de l'UE, l'obligation de renforcer leur capital d'ici au milieu de 2012, ce qui devrait accroître encore la liquidité de leurs bilans.

Les mesures adoptées par la BCE apaisent les contraintes de financement des banques.

Enfin, le 9 décembre, tous les membres de l'UE sauf le Royaume-Uni se sont entendus pour adhérer à un nouveau « pacte fiscal » qui obligera, entre autres, chaque pays signataire à incorporer dans sa constitution une disposition stipulant que le déficit structurel ne peut en aucun cas dépasser 0,5 % du PIB nominal national. En outre, les pays ne pourront pas créer de déficit dépassant 3,0 % du PIB nominal et l'UE pourra désormais examiner les budgets avant leur adoption par les parlements nationaux. Il a aussi été convenu d'accélérer la mise en place du Mécanisme européen de stabilité (MES) pour que cette facilité soit opérationnelle avant juillet 2012 ; elle prendra la relève du Fonds européen de stabilité financière (FESF) qui expirera en 2013. La majoration du FESF devrait aussi accroître les fonds disponibles pour dépanner temporairement les pays membres de la zone euro.

Nous pensons pour notre part que toutes ces mesures représentent des réussites majeures. Certaines ont, il est vrai, été imposées de force par les marchés financiers mais l'évolution qu'elles illustrent n'en est pas moins remarquable.

Un resserrement des politiques budgétaires est en cours.

Malgré les progrès réalisés vers leur résolution, les problèmes connexes des dettes souveraines et de la stabilité des banques ont ébranlé l'économie européenne, qui a donné des signes de ralentissement. Le PIB réel a augmenté de 1,4 % au cours de l'année terminée le 30 septembre. C'est dans le nord de l'Europe que la croissance a été la plus forte ; elle a dépassé 2,0 % en

Allemagne, en Autriche, en Belgique et en Finlande. Elle s'est dégagée à 1,6 % et 1,1 % respectivement en France et aux Pays-Bas, tandis que l'Italie et l'Espagne ont avancé de 0,8 %. Paralysée par la crise, la Grèce reste enlisée dans une profonde récession et son PIB réel s'est resserré de 5,2 %.

Les indicateurs économiques les plus récents révèlent les effets de la crise de confiance actuelle. En octobre, la production industrielle de l'Europe n'a augmenté que de 1,2 % par rapport à l'année précédente. Selon la plupart des données trimestrielles récentes, elle a baissé dans les cinq plus grands pays de la zone euro, ainsi qu'au Royaume-Uni. En outre, pour décembre, l'indice PMI (indice des responsables des achats dans le secteur manufacturier) de la zone euro s'est établi à 46,9 et reste au-dessous de la ligne neutre pour la cinquième fois en autant de mois. Un indice de moins de 50 révèle normalement une croissance inférieure à la tendance ; à moins de 47, il présage généralement une baisse de la production. Par ailleurs, le chômage a augmenté dans la plupart des pays européens ; pour l'ensemble de la zone euro, il est passé de 10 % en juin à 10,3 % en octobre.

Ainsi, le risque d'une récession en Europe en 2012 a grandi. Selon notre hypothèse de base, la croissance du PIB sera nulle mais, comme le ralentissement ne fait que commencer, elle pourra varier sensiblement, de -1 % à +1 %. Pour 2013, nous prévoyons pour la zone euro le retour d'une faible croissance, avec un regain de confiance quand l'incidence des mesures d'austérité sera moins vivement ressentie. Nous sommes convaincus que la gestion financière prudente des ménages, avec un taux d'épargne annuel de 15 %, combinée aux excédents commerciaux d'environ 1-2 % du PIB préviendront un ralentissement plus grave sur l'économie.

L'Europe risque une légère récession.

Il est intéressant de se demander d'où proviendra l'argent requis pour répondre aux énormes besoins d'emprunts souverains des membres de la zone euro en 2012. À cet égard, il est important de savoir que, pour cette année, le déficit global de la zone euro devrait être de l'ordre de 3 % du PIB, comparativement à 9 % environ aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon. De plus, le renouvellement des emprunts arrivant à échéance représentera moins de 15 % du PIB de la zone, contre près de 50 % au Japon et environ 20 % aux États-Unis. Nous pensons que les gouvernements européens trouveront les fonds requis. L'épargne des ménages couvrira largement les 243 milliards d'euros sollicités. Les mesures adoptées par la BCE pour entretenir la liquidité du système bancaire et le renforcement de l'FESF réduiront aussi le risque de difficultés de refinancement.

Les ressources sont disponibles pour combler les besoins de financement européens.

La croissance économique ralentit dans le reste du monde

Aux États-Unis, le PIB réel augmente lentement mais sûrement. Au troisième trimestre il a avancé de 1,5 % par rapport l'année dernière. L'emploi continue de croître ; en novembre, l'effectif du secteur privé était en hausse de 1,7 % par rapport à l'année précédente. La progression de l'effectif de la main-d'œuvre et la hausse d'environ 1,8 % des salaires se traduisent par une amélioration de 3,3 % de la masse salariale globale. L'augmentation correspondante de 2,5 % des revenus après impôts devrait soutenir une croissance similaire dans les dépenses.

Les indicateurs industriels annoncent également une croissance stable. En novembre, la production industrielle a augmenté de 3,8 % par rapport à l'année précédente et les commandes de biens durables sont en hausse de 7,9 %. Le résultat du sondage de l'ISM de décembre s'est établi à 53,9 pour le secteur manufacturier et à 52,6 pour celui des services, ce qui correspond au rythme actuel de la croissance économique. Dans le secteur du transport, les expéditions par

Selon notre prévision de base pour les États-Unis et le Canada, la croissance du PIB réel sera de 1,5 % en 2012.

wagons complets dépassent de 1,7 % celles de l'année dernière ; le volume des transports par camion est en hausse de 4,9 % et la consommation de carburant diesel a augmenté de 4,7 %.

Au moment d'établir nos prévisions pour 2012 aux États-Unis, deux incertitudes subsistent. L'une se rapporte aux mesures de réduction d'impôts sur les salaires et de prolongation des prestations de chômage, qui sont censées expirer à la fin de février ; les discussions politiques à leur égard traînent en longueur et pourraient mettre leur renouvellement en cause. L'autre touche la crise de confiance en Europe et les répercussions que sa persistance ou son intensification pourrait avoir sur l'économie mondiale. Nos prévisions de base présupposent l'absence d'un nouveau resserrement de la politique fiscale en 2012 ainsi qu'une évolution de la conjoncture en Europe conforme à nos prévisions. Sous réserve de ces deux inconnues, nous pensons que la croissance du PIB réel des États-Unis atteindra 1,5 % en 2012, mais qu'elle pourrait ralentir au premier semestre si la récession sévit en Europe.

Au Canada, le PIB réel a progressé de 2,4 % depuis douze mois. L'emploi continue d'augmenter, en hausse de 1,2 % par rapport à l'année dernière, mais sa croissance a sensiblement ralenti depuis quatre mois. Le taux de chômage est passé de 7,2 % en juillet à 7,4 % à la fin de novembre. Nous prévoyons une augmentation de 1,5 % à 2,0 % du PIB réel pour 2012, ainsi qu'à moyen terme, pour le Canada.

La production mondiale poursuivra sa progression.

Ailleurs dans le monde, l'activité s'est maintenue assez stable. Le Japon se remet lentement du séisme dévastateur de mars dernier et son PIB réel a rattrapé le niveau de 2010. Pour ce qui est des pays asiatiques en développement, la croissance se dégage à 9,1 % en Chine au troisième trimestre. En Inde, le PIB réel a augmenté de 6,9 % et la plupart des pays du Sud-Est asiatique ont affiché des améliorations de 3,5 % à 6,0 %. En Amérique du Sud, les principales économies grandissent à un rythme de 5 %, sauf le Brésil, où la croissance du PIB réel a ralenti à 2,1 %. En septembre, le FMI prévoyait que le PIB réel mondial augmenterait de 4 % en 2012, comme en 2011 et à un rythme légèrement inférieur aux 5,1 % de 2010. Ce chiffre sera peut-être modifié à la baisse à la prochaine mise à jour mais nous prévoyons en tout cas que la production mondiale augmentera en 2012.

Les obligations : des titres à risque

La quête de placements refuges par les investisseurs ...

Notre prévision d'une croissance à moyen terme modérée dans les pays développés est maintenant généralement acceptée, mais nous n'avions cependant pas prévu que les taux moyens et longs baisseraient autant. En fait, nous anticipions que, avec le redressement des économies et l'accélération des emprunts dans le secteur privé, l'énormité des déficits budgétaires exercerait tôt ou tard des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt. Or, le taux des obligations canadiennes à 30 ans a maintenant atteint un bas historique de 2,55 %.

... pousse les taux d'intérêt canadiens vers des creux insoutenables ...

La forte avance du marché obligataire canadien a commencé durant l'été 2011 sous l'effet d'une série d'événements inusités liés à la liquidité du marché. Au début de juillet encore, le taux à 30 ans était de 3,5 %, à peu près comme au début de l'année. Depuis, il a progressivement baissé à 2,55 %, si bien que le rendement total de 2011 a atteint 20,1 %. Le recul des taux a commencé quand les négociations sur le relèvement du plafond de la dette des États-Unis ont traîné en longueur pour n'aboutir qu'*in extremis*. Au même moment, les investisseurs ont commencé à exiger des primes de risque plus élevées sur les titres d'emprunt espagnols et italiens, quand la crise de confiance touchant les emprunts des pays périphériques de la zone euro s'est propagée aux plus grandes puissances européennes. L'incertitude croissante a déclenché un exode vers la qualité et les investisseurs internationaux se sont rués sur les titres

d'emprunt de certains pays – le Canada, l'Allemagne, le Royaume-Uni et même les États-Unis – considérés comme étant plus sûrs.

Les obligations canadiennes ont une réputation de valeurs refuges parce que, en termes absolus comme relatifs, la situation financière du Canada est plus saine que celle de la plupart des autres pays développés. L'endettement brut et net de l'État est égal ou inférieur à celui des autres pays du G7 mais le déficit budgétaire est inférieur à la croissance du PIB nominal, ce qui permet de prévoir une amélioration des ratios d'endettement. Le Canada continue donc de jouir de la note de solvabilité AAA et il ne la perdra très probablement pas de si tôt. La préférence pour les titres d'emprunt canadiens parmi les investisseurs étrangers a augmenté. En 2010, ceux-ci ont acheté pour 99,3 milliards de dollars canadiens de titres du marché monétaire et d'obligations, soit l'équivalent de 6,1 % du PIB nominal. En 2007, les chiffres correspondants avaient été 10,9 milliards de dollars canadiens, ou 0,7 % du PIB. Dans les neuf premiers mois de 2011, ces achats ont ralenti mais les étrangers ont encore accaparé pour 55,1 milliards de dollars canadiens de titres à revenu fixe, soit 3,2 % du PIB nominal. Ces achats ont cumulativement fait à la baisse des taux d'intérêt une contribution dont l'ampleur est difficile à quantifier. Selon Merrill Lynch, le taux des obligations canadiennes à 10 ans est inférieur d'environ 1 % à ce qu'il serait sans ces achats étrangers. Quand ceux-ci ralentiront ou s'inverseront, leur effet devrait s'inverser et faire remonter les taux à des niveaux plus normaux.

Dans la plupart des pays industrialisés, les taux d'intérêt réels sont négatifs actuellement. Un calcul simple consistant à déduire le taux d'inflation du taux d'intérêt nominal d'une obligation à 10 ans montre que le taux réel au Canada est de l'ordre de -1,0 % et qu'il est également négatif aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne. Cette situation ne semble pas pouvoir durer. Dans les pays en cause, la pente de la courbe des taux est positive : les épargnants touchent sur leurs dépôts à court terme des intérêts sensiblement inférieurs au taux à 10 ans ; pendant combien de temps accepteront-ils de détenir des titres à revenu fixe qui ne protègent pas le pouvoir d'achat de leurs épargnes ?

En outre, plusieurs banques centrales semblent tolérer des taux d'inflation plus élevés. L'exemple le plus évident en est la Banque d'Angleterre, qui maintient le taux d'escompte à 0,5 % alors que l'inflation atteint 4,8 %. Aux États-Unis, plusieurs gouverneurs de la Fed parlent ouvertement de tolérer une accélération du taux d'inflation afin de donner à la Banque Centrale une plus grande marge de manœuvre pour stimuler la croissance en abaissant le taux de chômage. Même au Canada, la Banque du Canada a déclaré dans sa mise à jour de novembre sur la cible d'inflation que, dans un contexte d'incertitude économique, il conviendrait peut-être de laisser l'inflation dépasser la cible pendant une période prolongée.

Nous craignons que la tolérance, même temporaire, d'une hausse de l'inflation ne présage rien de bon pour les perspectives d'inflation à long terme. Selon la plupart des indicateurs précurseurs, les perspectives d'inflation ne sont guère inquiétantes. Toutefois, les marchés ne prennent pas en compte un risque connexe important. Ce risque découle de l'incorporation, dans les marchés mondiaux, de la main-d'œuvre des pays émergents d'Asie et d'Amérique du Sud. Ensemble, les travailleurs chinois, indiens et brésiliens représentent 27 % de la population mondiale. À mesure que les revenus de ces travailleurs progresseront, leur niveau et leurs habitudes de consommation changeront et la demande augmentera pour diverses ressources, y compris le pétrole, les minéraux et les produits alimentaires. Cette accélération de la demande a déjà commencé et nous pouvons en constater les effets : bien que la consommation d'hydrocarbures ait baissé dans la plupart des pays de l'OCDE, le cours du pétrole atteint encore

... alors que le Canada bénéficie de l'exode vers la qualité par des investisseurs internationaux.

Les taux actuels ne compensent aucunement pour l'inflation.

La tolérance des banques centrales à une inflation accrue...

... pourrait entraîner des pressions futures sur les taux d'intérêt.

110 \$ le baril. Avec le temps, l'abondance de l'argent et l'augmentation de la demande exerceront des pressions sur les prix, puis sur les taux d'intérêt.

Les rendements en dividendes excèdent les taux des obligations à 10 ans.

Pour ces raisons, l'idée d'acheter des obligations à long terme est moins attrayante que jamais. Pour le comprendre, il suffit de comparer, par exemple, le rendement potentiel des obligations à celui des actions pour les cinq prochaines années. Si l'on suppose que le taux des obligations fédérales et provinciales à 10 ans et à 30 ans remontera à son niveau moyen de 2003 à 2008, le rendement des obligations les plus performantes sera nul et les autres perdront 3,8 % par an. Sous un scénario pessimiste où la progression des bénéfices des entreprises est nulle et où les ratios cours-bénéfice ne changent pas d'ici cinq ans, les dividendes à eux seuls rapporteront des rendements de 2,1 %, 2,9 % ou 4,5 % pour les titres américains, canadiens et européens respectivement.

Le profil risque/rendement des obligations est inadéquat.

Notre objectif de placement primordial est d'obtenir pour nos clients, à moyen et à long termes, des rendements positifs et supérieurs à la moyenne. Dans le cas des portefeuilles d'obligations, nous tenons avant tout à ne pas perdre d'argent. Pour ce faire, il se peut que nous laissions passer des occasions de profiter de circonstances temporaires ou inusitées pouvant pousser les cours des obligations à des niveaux plus élevés encore. Mais les circonstances de ce type sont fondamentalement difficiles à prévoir et à saisir, et nous n'oublions pas les risques de perte quand les taux d'intérêt remontent à des niveaux normaux. Bref, sachant que les taux d'intérêt sont déjà anormalement bas, nous veillons à ce que la durée de nos portefeuilles d'obligations soit courte et, dans notre choix des catégories d'actifs, nous sous-pondérons les obligations.

Les actions sont encore le meilleur choix

Actuellement, les indices d'actions canadiennes, américaines et européennes produisent des dividendes qui dépassent nettement le rendement des obligations d'État à une maturité de dix ans. D'évidence, les actions peuvent produire de meilleurs rendements que les obligations, en dividendes seulement. En outre, si l'on adopte l'hypothèse plus réaliste d'une hausse des bénéfices compatible avec l'amélioration de 4 % du PIB nominal que nous prévoyons, même si les ratios cours-bénéfice ne changent pas, le rendement annuel des actions atteindra 6,3 %. Finalement, selon un scénario plus optimiste dans lequel l'amélioration des bénéfices est égale à la moyenne à long terme de la période de 1970 à 2007, soit 7 %, et le ratio cours-bénéfice moyen augmente à 16x, le rendement annuel des actions atteindra 15 %.

Le rendement des actions devrait surpasser celui des obligations et des quasi-espèces.

C'est pourquoi nos portefeuilles continueront de privilégier les actions, au détriment des quasi-espèces et des obligations. Nous préférons aussi une approche mondiale plutôt qu'une concentration sur les actions canadiennes, et ceci, pour trois raisons principales. D'abord, nous avons besoin d'une diversification sectorielle plus grande que celle qu'offre le marché canadien. Deuxièmement, les ratios cours-bénéfice des actions canadiennes sont plus élevés que dans tous les autres pays développés importants (excepté le Japon), bien que le cours du dollar canadien soit relativement élevé par rapport au dollar US et approprié par rapport à l'euro. Troisièmement, le niveau d'endettement des consommateurs canadiens pourrait tempérer graduellement les dépenses des particuliers au cours des prochaines années, si bien que la croissance au Canada (et, par conséquent, les bénéfices des entreprises canadiennes) ne surpassera probablement pas celle des autres pays.

Nos portefeuilles font une large place aux sociétés à capitalisation élevée dont le rayonnement est mondial car elles offrent un bon moyen de participer aux marchés émergents. Dans

l'ensemble, les cours de ces actions sont inférieurs à la plupart des indices, contrairement à ce qu'ils étaient normalement par le passé. Les secteurs que nous privilégions comprennent l'énergie, la finance, les télécommunications et la santé.

Dans le secteur pétrolier, les perspectives sont favorables à long terme. La capacité de production excédentaire de pétrole n'est pas considérable : la consommation actuelle atteint environ 90 millions de barils par jour et la capacité excédentaire, qui semble être de l'ordre d'un million de barils, est plus faible que depuis de nombreuses années. Compte tenu des tensions politiques dans plusieurs régions de production importantes, l'étroitesse de la marge de manœuvre suscite un risque de hausse des prix ou même de pénurie.

Les secteurs mondiaux de la banque et de l'assurance comptent parmi les plus malmenés ; les actions de beaucoup de ces sociétés se transigent à cinq fois le bénéfice et à 50 % de la valeur comptable, ou même moins. Comme nous pensons que la croissance mondiale continuera en 2012, même si l'Europe subit une faible récession, ce secteur présente un bon potentiel de reprise.

Dans le secteur des télécommunications, les chiffres d'affaires et les bénéfices sont stables ; de plus, les rendements en dividendes sont exceptionnels et dépassent souvent le double du taux des obligations d'État à dix ans canadiennes et américaines. Dans ce secteur, les moteurs de la croissance comprennent une pénétration accrue des téléphones intelligents et une forte demande pour la transmission des données et l'Internet à haute vitesse ; ces tendances devraient persister pendant de nombreuses années.

Enfin, dans le secteur de la santé, les grands laboratoires pharmaceutiques semblent sortir d'une période de grande impopularité parmi les investisseurs, associée à l'expiration de brevets sur des médicaments importants, tel que Lipitor. Ces entreprises ont relevé le défi et nous pensons que les filières de développement de beaucoup des plus grandes comprennent des produits extrêmement prometteurs. En outre, les immenses besoins insatisfaits des marchés en voie de développement, les efforts déployés pour réduire les coûts, les excellents rendements en dividendes et les cours anormalement bas des actions suggèrent un potentiel important pour ce secteur.

Les commentaires sectoriels qui précèdent ne font que décrire brièvement les nombreuses occasions et stratégies qui, à notre avis, s'avéreront très lucratives au cours des prochaines années.

À l'occasion du Nouvel An, nous vous souhaitons à tous santé, bonheur et prospérité. Nous tenons aussi à vous remercier pour votre patience et votre confiance à travers la période de volatilité extrême que nous venons de traverser.

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.