

Letko, Brosseau & Associés Inc.

Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers

Mars 2013

Sommaire

- Le ralentissement de l'économie américaine en 2013 résulte de mesures budgétaires et n'annonce pas une récession. Le secteur privé soutiendra le retour à une croissance de 2,5 % du PIB réel en 2014.
- Au Canada, les ajustements budgétaires sont achevés, mais le redressement des déséquilibres au niveau de la consommation se poursuit. La croissance au Canada devrait être du même ordre qu'aux États-Unis.
- Dans la zone euro, les ajustements structurels progressent peu à peu. Les pressions en faveur d'un ralentissement des efforts pour réduire les déficits à 3 % du PIB augmentent. La région devrait retrouver la croissance en 2014.
- La nouvelle reprise de l'économie mondiale, l'augmentation de la demande de capitaux et le rééquilibrage des portefeuilles mondiaux en faveur des actions exposent les marchés obligataires à des vents contraires puissants. Le profit risque-rendement des titres à revenu fixe n'est guère attirant.
- Des facteurs fondamentaux soutiennent l'avance des marchés boursiers. En valeur absolue comme relative, les actions restent plus attrayantes que les obligations.

Les économies du monde industrialisé surmonteront le ralentissement de 2013

Les bourses mondiales ont entamé à la hausse la nouvelle année et elles évoluent à l'unisson des réalités économiques que nous observons. Aux États-Unis, l'activité est forte mais l'augmentation du PIB sera ralentie en 2013 par les hausses d'impôts et les compressions obligatoires des dépenses discrétionnaires. Ces ajustements s'imposent ; ils sont la conséquence tardive des excès de dépenses publiques au cours de la Grande Récession.

Les États-Unis peuvent compter sur une croissance plus forte en 2014 car la situation financière du secteur privé, soutien fondamental de la reprise, est solide. Au Canada, nous prévoyons aussi que l'année 2013 sera morose car le durcissement des conditions des emprunts hypothécaires freinera les dépenses des consommateurs. La zone euro qui, en donnant la priorité à son programme d'austérité, a déclenché une seconde récession, signale maintenant son intention de retarder l'atteinte du déficit de 3 %. Dans ces conditions, la croissance reprendra dès l'année prochaine. Dans l'ensemble, il est donc probable que l'économie mondiale grandira modérément en 2013 et plus rapidement en 2014.

Le dynamisme du secteur privé soutient la croissance aux États-Unis

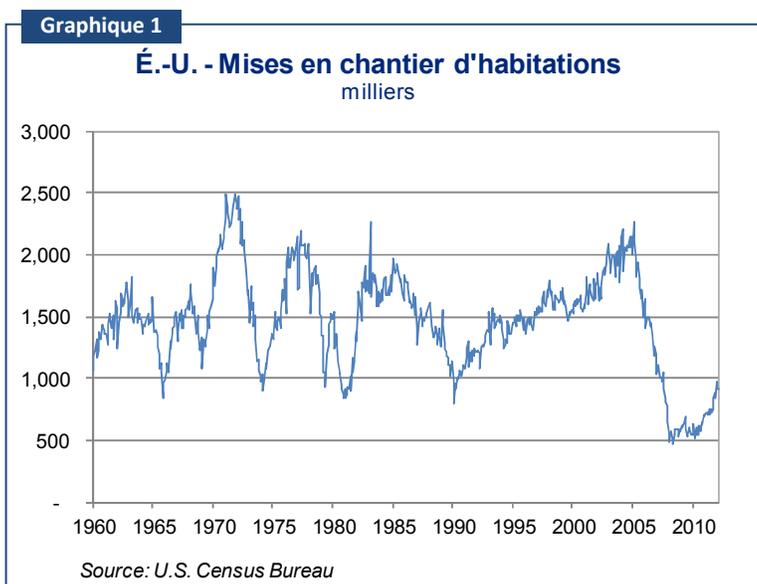
L'économie américaine a retrouvé son souffle en 2012 et le PIB réel a progressé de 2,2 %, contre 1,8 % en 2011, malgré le ralentissement du second semestre. Quant au PIB nominal, il a augmenté de 3,5 % au quatrième trimestre par rapport à l'année précédente grâce à une forte croissance dans les

secteurs du logement (16,7 %) et des investissements non résidentiels (6,8 %). Soutenues par l'amélioration du marché du travail, les dépenses de consommation ont augmenté de 3,5 %. Les échanges avec l'étranger se sont encore améliorés car les exportations ont progressé de 3,3 % alors que les importations n'ont pas augmenté. Les dépenses publiques n'ont pas changé.

Le dynamisme du secteur privé a joué un rôle clé pour compenser l'effet des compressions budgétaires. Il a créé 172 000 emplois par mois en moyenne l'année dernière tandis que le secteur public en a perdu 8 000 par mois. Le nombre d'heures travaillées dans le secteur privé a augmenté de 1,8 %, au même rythme que l'emploi. L'indice ISM sur l'emploi est aussi un signe prometteur : les résultats de ses sondages atteignent 54,2 dans le secteur manufacturier et 53,3 dans le secteur non manufacturier ce qui suggère que les deux secteurs visent une augmentation de l'emploi. La fermeté du marché du travail est un important facteur de stimulation de la consommation. Malgré une forte hausse des impôts en janvier 2013, le revenu disponible (ajusté pour les éléments non récurrents) a progressé de 2,4 % par rapport à l'année dernière. L'augmentation des ventes au détail est plus rapide et a atteint 4,6 % en février.

L'activité industrielle progresse visiblement. La production industrielle a augmenté de 2,5 % par rapport à l'année dernière. Les commandes de biens durables sont en hausse de 3,9 % et, à 51,4, l'indicateur ISM des nouvelles commandes annonce une croissance continue. Les autres indicateurs, tels que les chargements ferroviaires (hors céréales et charbon) et la demande de carburant diesel, sont en hausse de 4,2 % et de 2,1 % respectivement.

Les axes de croissance fondamentaux : le logement, les dépenses en immobilisations et les échanges avec l'étranger



En établissant nos prévisions pour 2013 et 2014, nous soulignons trois grands axes de croissance : l'investissement résidentiel, les dépenses en immobilisations des entreprises et le commerce international. Dans le *secteur du logement*, la reprise est bien engagée ; elle a atteint les premiers stades d'une expansion étalée sur de nombreuses années, soutenue par des tendances fondamentales favorables. La création de ménages, stagnante après la récession quand la léthargie du marché du travail poussait les jeunes vers la colocation ou les obligeait à retourner vivre chez leurs parents, retrouve progressivement des niveaux plus normaux. En 2012, 1,4 million de nouveaux foyers ont été créés, comparativement à 410 000 en moyenne en

2009-2010. Par contre, les mises en chantier de maisons se sont chiffrées à 917 000 en février (graphique 1), ce qui suggère que l'évolution de la démographie exercera pendant longtemps des pressions favorables sur le secteur de la construction.

En outre, l'équilibre entre l'offre et la demande dans le secteur du logement s'améliore et la baisse des stocks a fait monter les prix. Le stock de logements neufs ou existants à vendre a baissé à 2,1 million d'unités, contre 4,5 millions environ au sommet du marché du logement en 2006 et 3 millions encore en septembre 2011. L'accessibilité de la propriété reste excellente car le taux d'intérêt sur un emprunt hypothécaire de 30 ans à taux fixe est de 3,6 % et le coût du service des dettes n'a pas été aussi bas depuis 1983. Les taux d'occupation des appartements baissent et la hausse de 2,7 % des loyers est plus forte que celle des prix à la consommation. Dans ce contexte structurellement favorable, nous prévoyons que les investissements dans le logement progresseront de 15 % cette année et l'année prochaine.

Plusieurs facteurs suggèrent que les *dépenses en immobilisations* resteront élevées à moyen terme. Dans l'ensemble, ces investissements sont soutenus par la forte amélioration des marges bénéficiaires et des bénéfices depuis la récession, Les marges bénéficiaires approchent de nouveaux sommets et le bénéfice d'exploitation du S&P 500 est en hausse annuelle de 16,9 %. Les bénéfices devraient augmenter à un rythme égal ou supérieur au PIB nominal au cours des cinq prochaines années.

La découverte et l'exploitation de réserves colossales de pétrole et de gaz de schiste ont causé une augmentation des investissements en puits et en infrastructures connexes. La production terrestre de pétrole et de gaz continuera d'augmenter aux États-Unis et requerra des investissements considérables. L'accès à une énergie américaine à meilleur marché pourrait aussi dynamiser le secteur manufacturier ; l'industrie pétrochimique surtout sera incitée à faire de nouveaux investissements.

L'augmentation de la production de pétrole aux États-Unis aura aussi des effets importants sur la balance commerciale. Selon divers scénarios de prix et de production, le déficit commercial du secteur pétrolier pourrait baisser de 25 à 50 milliards \$ par an dans les prochaines années. Si les États-Unis parviennent aussi à réduire leur déficit avec la Chine, les échanges internationaux pourraient renforcer considérablement leur croissance.

Les compressions budgétaires causeront un ralentissement temporaire mais pas une récession...

Aux États-Unis, l'effet cumulatif des hausses d'impôts et des réductions des dépenses publiques discrétionnaires ralentira la croissance en 2013, mais il sera moins marqué en 2014. Le revenu disponible a augmenté de 400 milliards \$ par an en moyenne en 2011 et 2012. L'impact direct des hausses d'impôts du 1^{er} janvier, suite aux négociations touchant le mur fiscal, atteint 150 milliards \$.

Comme la croissance du revenu disponible est l'élément le plus déterminant des dépenses de consommation, nos prévisions comprennent, pour 2013, une baisse de la consommation causée par les hausses d'impôts mais une baisse de l'épargne l'atténuera probablement. Dès l'année prochaine, l'impact de la fiscalité s'émoussera, permettant une plus forte accélération des dépenses de consommation. Les compressions obligatoires dans les dépenses discrétionnaires entraîneront cette année une baisse d'environ 50 milliards \$ des dépenses fédérales mais celle-ci sera compensée par une augmentation progressive des dépenses des États et des municipalités, dont les recettes budgétaires s'amélioreront.

... puis une accélération nouvelle

Selon nos prévisions, le PIB réel américain augmentera de 1,5 % environ en 2013 mais un sursaut de confiance pourrait l'améliorer. En 2014, nous pensons que l'économie américaine grandira de 2,5 %, un taux croissance plus conforme aux moyennes historiques.

Au Canada, les excès budgétaires sont maîtrisés mais les ajustements se poursuivent au niveau de la consommation

L'économie canadienne a ralenti en 2012 sous l'effet combiné d'un fléchissement des échanges avec l'étranger et des dépenses de consommation, surtout au second semestre. Le PIB réel a augmenté de 1,8 % en 2012 contre 2,6 % l'année précédente. Au quatrième trimestre, les dépenses de consommation nominales ont progressé de 2,6 % par rapport à 2011, les investissements non résidentiels, de 5,4 % et les investissements résidentiels, de 5,9 %. Les dépenses publiques ont augmenté de 2,1 %. Le déficit commercial a monté aussi car les exportations ont fléchi de 4,5 % alors que les importations n'ont baissé que de 0,3 %.

Nos prévisions pour 2013 et 2014 prennent en compte une baisse des dépenses de consommation, partiellement attribuable au durcissement des conditions des emprunts hypothécaires depuis l'été dernier, qui a déjà un impact sur les dépenses liées au logement. Les nouvelles règles ralentiront probablement l'augmentation du crédit à la consommation et elles auront un effet négatif sur les prix des maisons et les investissements résidentiels.

Par ailleurs, la croissance des emplois devrait ralentir avec l'économie en 2013 et 2014, après la création de 310 000 nouveaux emplois (+1,8 %) en 2012. Le récent budget fédéral de 2013-2014 annonce des augmentations régulières des dépenses : au niveau fédéral, le redressement des finances est en grande partie achevé mais les provinces poursuivent la lutte contre les déficits. Les dépenses en immobilisations ralentiront : il ne faut pas s'attendre à une croissance de plus de 10 %, comme entre le milieu de 2010 et de 2012, dans le nouveau contexte de baisse des prix des matières premières et de la dégradation des échanges avec l'étranger.

Bref, nous prévoyons que, au Canada, la croissance du PIB réel émulera celle des États-Unis, soit environ 1,5 % en 2013. En 2014, compte tenu des perspectives d'amélioration aux États-Unis, la croissance au Canada devrait augmenter de 0,5 % à 1 % environ.

En Europe, l'économie piétine mais les attentes montent

Alors que les investisseurs internationaux ont toléré des déficits de quelque 8 %-10 % du PIB aux États-Unis entre 2008 et 2012, les pays membres de la zone euro ont été pratiquement forcés d'entreprendre conjointement et sans délai de sévères coupures budgétaires pour rétablir la confiance et leur crédibilité. Ces mesures ont eu de lourdes conséquences, d'autant plus que les dépenses publiques représentent 50 % du PIB de la zone euro, contre 40 % pour les États-Unis et le Canada. Aussi la zone euro a-t-elle été la seule grande région économique développée à subir une récession à double creux. Le PIB réel de la zone a chuté à -0,4 % en 2012 contre 1,4 % en 2011. Au quatrième trimestre, seule l'Allemagne a résisté de justesse avec un PIB réel en hausse de 0,4 % par rapport à l'année précédente ; tous les autres grands pays ont perdu du terrain : la France -0,3 %; les Pays-Bas -0,9 %; l'Espagne -1,9 %; et l'Italie -2,7 %. Hors de la zone euro, le

Royaume-Uni a affiché une maigre progression de 0,3 % tandis que les PIB de la Suède et de la Suisse ont augmenté de 1,5 % et de 1,2 % respectivement.

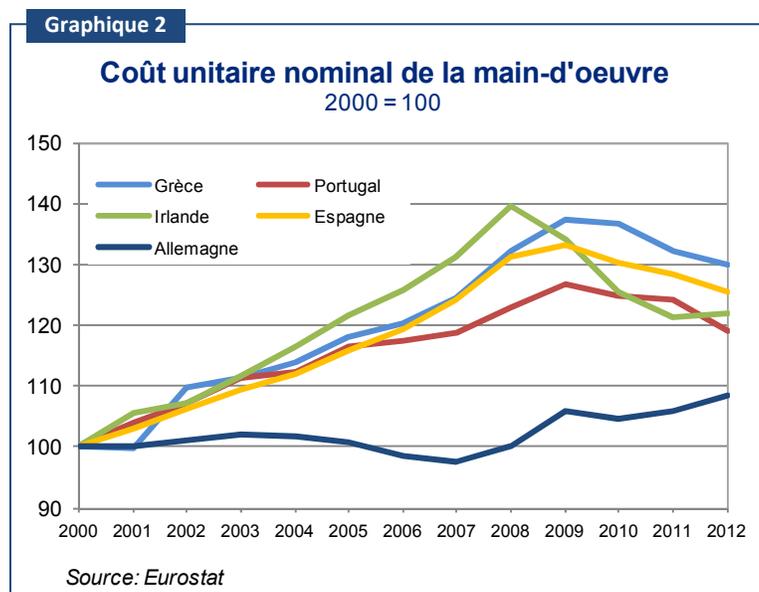
Les indicateurs coïncidents de la zone euro n'annoncent aucune amélioration de l'économie, du crédit ni des emplois. Selon le PMI (indice des responsables des achats), un indicateur précurseur de l'activité industrielle, la faiblesse de l'économie va persister. Les PMI de mars sont autour de 47 pour les secteurs manufacturier et non manufacturier de la zone euro, ce qui laisse prévoir un léger ralentissement. Pour disposer de données plus récentes, nos analystes ont fait un sondage informel auprès d'une douzaine d'entreprises européennes. Leurs résultats sont les mêmes : peu d'entreprises prévoient une reprise de leurs ventes et de leur production à leurs établissements européens.

Les progrès sont plus visibles sur les marchés financiers. De juin 2012 à mars 2013, toutes les bourses de la zone euro ont affiché des hausses allant de 15 % à 25 %, sauf l'Italie (10 %). En outre, les écarts de taux obligataires entre les pays périphériques et l'Allemagne ont considérablement baissé par rapport aux sommets du milieu de 2012. Pour les titres à dix ans, l'écart est passé de 460 p.b. à 280 p.b. pour l'Italie et de 640 p.b. à 380 p.b. pour l'Espagne (où les taux sont 4,6 % et 4,9 % respectivement). Les sondages dans la zone euro sur la confiance des investisseurs et sur la conjoncture économique révèlent une nette amélioration par rapport au second semestre de 2012.

L'amélioration des budgets dans la zone euro est évidente mais sera-t-elle durable ?

Ce regain de confiance des investisseurs envers la zone euro persistera-t-il ? Cela dépend de deux facteurs cruciaux : la lassitude face à l'austérité risque-t-elle de faire avorter les progrès acquis à l'égard (1) des réformes structurelles cruciales dans le fonctionnement des affaires et des marchés de la main-d'œuvre, et (2) des déficits et des déséquilibres dans l'endettement des pays membres ?

Nous pensons pour notre part que l'Europe poursuivra les réformes structurelles. En fait, plusieurs pays, dont l'Espagne, le Portugal, la France et l'Italie, ont déjà réalisé des progrès aux égards de l'élimination des obstacles au commerce et de l'assouplissement des marchés du travail. Nous constatons aussi une amélioration de l'équilibre des échanges commerciaux ; les pays dont le compte courant accumulait antérieurement des déficits importants améliorent leurs soldes. Plus récemment, les salaires ont augmenté plus rapidement en Allemagne qu'ailleurs et l'écart sur les coûts unitaires de la main-d'œuvre s'est resserré en faveur des pays périphériques (graphique 2).



Nos principales attentes à propos de la croissance dans la zone euro dépendent de l'évolution encore indéterminée des efforts d'assainissement des budgets. L'année dernière, la plupart des pays membres ont sensiblement réduit leurs déficits, un tour de force en pleine récession. En moyenne, les cinq plus grandes économies de la zone (Allemagne, France, Italie, Espagne et Pays-Bas) les ont respectivement abaissés encore de 1,1 % en 2012. En Allemagne, dont l'équilibre budgétaire n'était qu'à -0,2% du PIB en 2012, l'assainissement est pratiquement réalisé. Pour des autres membres, les objectifs pour 2013 ne sont pas clairs. Plusieurs pays, notamment la France et l'Italie, veulent ouvertement allonger la période prévue pour atteindre la cible de 3,0 % ou moins, afin surtout de donner aux réformes structurelles acquises le temps de démontrer leurs impacts. En fait, la probabilité que la consolidation des budgets prévue pour 2013 et 2014 soit sensiblement ralentie a augmenté. Le PIB réel de la zone devrait donc augmenter progressivement pour se rapprocher d'une croissance de 1,0 % à 1,5 % en 2014.

Le gouvernement japonais passe à l'action

L'économie japonaise a profité en 2012 du coup de fouet de la reconstruction après le tsunami et son PIB réel a avancé de 2,0 %, contre -0,6 % en 2011. Plus tôt cette année, le nouveau gouvernement japonais a annoncé une approche à trois volets pour relancer l'économie : une politique monétaire très expansive avec une cible d'inflation explicite de 2 %; des mesures budgétaires de stimulation à court terme; et une politique de croissance à moyen terme. Le FMI pense que ces mesures combinées pourraient augmenter la croissance de 1 % au moins. Il prévoit actuellement pour le Japon une croissance réelle de 1,2 % en 2013 et de 0,7 % en 2014.

La baisse de 10 % du yen par rapport au dollar US depuis le début de l'année a amélioré les perspectives de croissance à court terme mais il est encore trop tôt pour parler d'un redressement durable de l'économie japonaise. Le Japon doit composer avec des défis structurels qui comprennent le vieillissement rapide de la population et une dette écrasante. Nous restons donc prudents à l'égard de ses perspectives de croissance à long terme.

Les marchés émergents sont prêts pour la relance

La croissance a ralenti en 2012 dans les pays en développement, où le PIB réel a augmenté de 5,1 %, comparativement à 6,3 % en 2011. Son avance a atteint 7,8 % en Chine et 4,5 % en Inde. Dans les pays en développement du Sud-Est asiatique, la croissance est restée forte – de l'ordre de 5 % à 7 % – mais elle a nettement ralenti à 2,0 % et 1,3 % respectivement, dans les économies plus développées de la Corée du Sud et de Taïwan.

L'Europe de l'Est a subi le contrecoup de la récession dans la zone euro : l'avance du PIB réel a fléchi à 3,4 % en Russie, à 2,4 % en Pologne et à 3,0 % en Turquie. Le Brésil a atteint une croissance modeste de 1,5 % au cours des douze derniers mois mais le Mexique et le Chili ont progressé respectivement de 3,8 % et 5,0 %. Selon le FMI, les économies émergentes grandiront de 5,5 % en 2013 et de 5,9 % en 2014.

Selon le FMI, soutenue par une croissance forte et continue dans les pays émergents, la production économique mondiale augmentera de 3,5 % en 2013, soit légèrement plus que les 3,2 % de 2012. Le FMI prévoit aussi une remontée à 4,1 % de la croissance du PIB réel en 2014.

Les taux d'intérêt artificiels : plus proches de la fin que du début

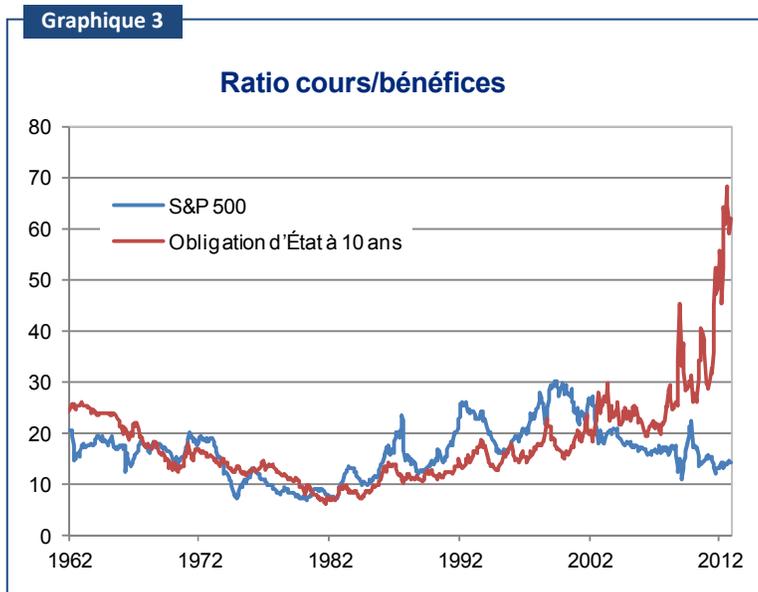
À l'égard des marchés des titres à revenu fixe, notre point de vue est clair : nous pensons que les taux d'intérêt des pays développés résultent de décisions politiques exceptionnelles prises dans des circonstances d'exception et que les bas actuels des taux obligataires ne pourront pas durer. Comme nous l'expliquions dans nos *Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers* de décembre 2012 (téléchargeables à www.lba.ca), la Réserve fédérale des États-Unis semble prête à tolérer une accélération de l'inflation pour stimuler la croissance. Peut-être, toutefois, sommes-nous près de la fin de la période de manipulation des taux d'intérêt qui a suivi la crise.

La demande de capitaux par le secteur privé est en hausse et elle continuera probablement d'augmenter en raison du dynamisme du marché du logement et du désir de certaines entreprises d'alourdir leurs bilans, pourtant solides, pour se prévaloir de taux avantageux. La Fed commence aussi à parler d'une stratégie de sortie ; la question est donc probablement de savoir quel sera le meilleur moment pour éponger les liquidités excédentaires, plutôt que d'injecter encore d'autres liquidités dans les marchés financiers. Si l'activité accélère aux États-Unis, comme nous le prévoyons – ou nous fait même la surprise d'une croissance dépassant nos prévisions – les pressions en faveur d'une normalisation des taux d'intérêt à des niveaux plus élevés augmenteront. Les investisseurs qui détiendront alors des obligations à long terme pourraient subir d'énormes pertes en capital. C'est particulièrement ce que risquent les promoteurs de caisses de retraite qui appliquent encore une stratégie d'appariement des éléments d'actif et de passif avec la conviction que leurs portefeuilles d'obligations à long terme seront ainsi protégés contre l'évolution des taux d'intérêt (voir à ce sujet notre rapport spécial intitulé *Un moment historique – La bulle des actifs prescrits*).

Au Canada, les taux des obligations d'État à long terme ont légèrement remonté, de 15 p.b. au dernier trimestre, mais ils sont encore très au-dessous de leurs niveaux de la récession de 2008-2009 ainsi que de ceux des titres américains comparables. L'obligation du Canada à 30 ans, titre de référence, porte actuellement le maigre taux de 2,50 %, comparativement à 3,10 % aux États-Unis. Même si l'on tient compte du contexte budgétaire plus favorable au Canada, l'écart par rapport aux États-Unis est substantiel. Si les taux canadiens se rapprochent seulement des taux américains, la perte en capital subie par les porteurs de ces obligations atteindra 11 %. Et si la courbe canadienne reproduisait l'écart séparant les taux à deux ans et à 30 ans sur la courbe américaine, le taux à 30 ans canadien monterait de 139 p.b., à 3,94 %, entraînant une perte en capital de 22 %.

Les évaluations favorisent nettement les actions par rapport aux obligations

Les bourses mondiales montent depuis le début de l'année et les indices américains, particulièrement, approchent de leurs sommets de 2007, avant la crise. Depuis le début de l'année, les hausses (en dollars canadiens) atteignent 10,2 % pour le MSCI-Monde; 12,9 % pour le S&P 500; 3,3 % pour le S&P TSX; 3,0 % pour le DAX; 3,3 % pour le CAC-40; 5,1 % pour le FTSE et 11,8 % pour le Nikkei.

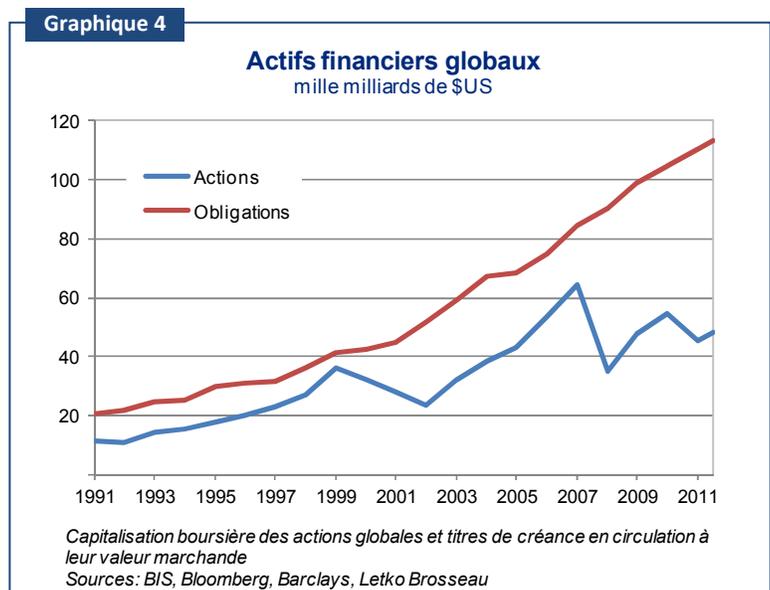


Malgré cette forte amélioration, les cours pour la plupart des indices boursiers des pays développés ne dépassent pas 12 à 14 fois le bénéfice de 2013, soit nettement moins que la fourchette des justes valeurs historiques de 14 à 16. Par rapport aux obligations, les évaluations des actions sont convaincantes. On évalue le ratio cours-bénéfice des obligations en divisant le taux des obligations d'État à 10 ans par leur cours. Tout comme le c-b des actions est égal au multiple du bénéfice d'une entreprise attribuable à ses actionnaires, le c-b d'une obligation est calculé d'après les intérêts revenant aux porteurs. L'examen de l'évolution à long terme du rapport entre les c-b respectifs des indices boursiers et des obligations à dix ans des États-Unis montre

que l'écart actuel est extrême et sans précédent : en termes absolus comme relatifs, les actions sont avantageuses (graphique 3). Pour le Canada et l'Europe, on en arrive à la même conclusion.

En outre, certains signes suggèrent que les investisseurs mondiaux sous-pondèrent encore les actions mais qu'ils se préparent à rééquilibrer leurs portefeuilles en faveur de ces dernières, ce qui soutiendra les cours boursiers pendant assez longtemps. Le graphique 4 montre une mesure approximative de la valeur des actifs financiers mondiaux. Actuellement, l'écart entre la masse mondiale des capitaux investis respectivement en obligations et en actions est important. De la fin de 2007 au milieu de 2012 (les données les plus récentes disponibles), le capital investi en obligations a augmenté de 26 000 milliards \$ tandis que les capitaux investis en actions ont baissé de 16 000 milliards \$.

Depuis cinq ans, les banques centrales ont acheté d'énormes quantités de titres à revenu fixe, y compris 3 500 milliards \$ de dette émise par leur propre gouvernement, mais cela n'explique pas en soi l'ampleur de l'écart. Celui-ci résulte non seulement du total sans précédent des émissions de titres d'emprunt, mais aussi du fait que les investisseurs privés et institutionnels ont accepté de renchérir sur les cours des obligations à des niveaux d'évaluation sans cesse plus élevés. L'analyse des répartitions d'actifs des caisses de retraite le



confirme : une étude de Towers Watson montre que, alors qu'à la fin de 2007, les caisses de retraite mondiales détenaient 55 % d'actions et 28 % d'obligations, les proportions à la fin de 2012 atteignaient 47 % seulement pour les actions et 33 % pour les obligations. Au fur et à mesure que la reprise de l'économie mondiale progressera, l'accélération de la demande de capitaux provoquera une hausse des taux d'intérêt et le rendement des titres à revenu fixe deviendra négatif. Nous pensons donc que les investisseurs mondiaux voudront de plus en plus se défaire de leurs obligations pour acheter des actions.

Les évaluations raisonnables, les dividendes généreux, l'amélioration continue des bénéfices des entreprises et le soutien potentiellement puissant d'un rééquilibrage des portefeuilles mondiaux au détriment des obligations sont autant de raisons convaincantes de privilégier les actions aux quasi-espèces et aux obligations dans la conjoncture actuelle des marchés.

Dans ce texte, le « dollar » est le dollar US, sauf indication contraire.

*Vous pouvez consulter les éditions précédentes de nos Perspectives sur la conjoncture économique et les marchés financiers sur notre site Web au **www.lba.ca***

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.