

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

Il y a à peine plus de 12 mois, les questions associées à la viabilité de l'endettement de la Grèce défrayaient la chronique dans la presse financière. Les investisseurs tentaient d'évaluer la probabilité de défaut de la Grèce et les retombées défavorables de celui-ci sur la zone euro. Ces événements, combinés aux signes de ralentissement de la croissance aux États-Unis, étaient considérés comme une menace pour la reprise économique mondiale. Les taux obligataires s'étaient dirigés vers des creux historiques pendant que les actions piquaient du nez au printemps et au début de l'été 2010. Aujourd'hui, nous constatons que l'actualité est à nouveau dominée par les mêmes préoccupations et que des mouvements semblables – quoique moins prononcés – se sont produits sur les marchés boursiers et obligataires.

Comme nous l'avons réitéré au fil de la dernière année et le verrons à nouveau brièvement dans ce bulletin, bien que certains pays de la périphérie, en particulier la Grèce, soient en proie à des difficultés économiques et budgétaires, nous ne pensons pas que la stabilité de la zone euro soit menacée. En fin de compte, la situation en Europe incitera les autorités à trouver une solution, puisqu'il sera dans leur propre intérêt de le faire. Dans le même ordre d'idée, nous n'envisageons pas de scénario dans lequel les partis politiques aux États-Unis ne parviendraient pas à s'entendre sur le relèvement du plafond de la dette, sachant qu'une telle impasse empêcherait les États-Unis d'honorer ses engagements.

Il pourrait être tentant pour les investisseurs de considérer le paysage économique et financier du Canada avec complaisance. Après tout, l'économie et les banques canadiennes ont émergé de la récession en relativement bonne santé, la situation budgétaire du pays semble reposer sur des bases solides et le Canada est riche en ressources qui bénéficieront d'une demande croissante émanant des marchés émergents. Nous mettons en garde les investisseurs qui s'attendent à ce que le Canada continue à surclasser constamment les autres pays. Nous pensons que les valorisations des actions canadiennes et étrangères finiront par converger vers des niveaux similaires.

Notre stratégie de placement ne change pas. Nous prévoyons une augmentation des taux d'intérêt, exceptionnellement faibles à l'heure actuelle; nous gérons donc notre portefeuille obligataire avec prudence en entretenant une durée relativement courte et en portant une attention particulière à la qualité des titres. Les actions devraient générer un rendement intéressant dépassant ceux des effets de trésorerie et des obligations.



Survol de l'économie mondiale

La croissance économique américaine s'est poursuivie à un rythme soutenu au premier trimestre de 2011. Propulsé par les dépenses de consommation (en hausse de 2,7 %) et les investissements des entreprises en matériel et outillage (+14,7 %), le PIB réel a augmenté de 2,3 % sur les 12 derniers mois. Les exportations demeurent particulièrement robustes (+16,7 %) et, de façon générale, le rythme de la reprise et la vigueur respective des secteurs économiques restent conformes à nos attentes.

*Aux États-Unis,
l'activité
industrielle
demeure robuste.*

En mai, la production industrielle a augmenté de 4,4 % sur une base annuelle, tandis que l'activité continue à s'accélérer vigoureusement dans le secteur manufacturier. D'autres indicateurs clés de la reprise économique affichent toujours de bons résultats : les commandes de biens durables ont augmenté de 9,8 % et les ventes au détail s'inscrivent en hausse de 7,7 %. Ce dynamisme, conjugué à des bénéfices stables et des bilans sains, nous porte à croire que les investissements des entreprises en matériel et outillage resteront robustes et demeureront un facteur de soutien important de la croissance économique.

La hausse des salaires nominaux et du revenu disponible, en hausse de respectivement 3,3 % et 3,4 %, est attribuable à la reprise progressive de l'emploi et à l'augmentation des heures travaillées. Les créations d'emploi dans le secteur privé dépassent de 1,6 % les niveaux de l'an dernier et se sont chiffrées en moyenne à 184 000 par mois de mars à mai. Toutefois, la croissance de l'emploi a été freinée par les compressions dans le secteur public, où les États ont été contraints de réduire la masse salariale pour équilibrer leurs budgets. L'emploi total dépasse d'à peine 0,7 % le niveau de l'an dernier et la moyenne mensuelle des créations d'emploi a été de 160 000 au cours des trois derniers mois.

Le marché du travail a beau évoluer dans le bon sens, le rythme de croissance de l'emploi n'a pas été suffisant pour exercer un effet significatif sur le taux de chômage, qui demeure supérieur à 9 %. Le marché du travail semble en proie à des difficultés structurelles qui suggèrent que la reprise ne se déroulera pas de la manière cyclique classique.

*La création
d'emploi est à la
hausse dans le
secteur privé...*

La première différence structurelle avec les reprises antérieures tient dans l'abattement persistant du secteur de la construction résidentielle. Depuis décembre 2007, 1,1 million d'emplois directement liés au secteur de l'habitation ont disparu. En tenant compte des pertes d'emploi indirectement liées à ce secteur, le total est certainement supérieur. Au cours de la même période, les mises en chantier sont passées de 1,2 millions d'unités à 0,6 million d'unités. Nonobstant le bas niveau d'activité dans la construction de nouvelles demeures, le nombre de logements vides reste élevé; il se situe environ 2 millions d'unités au-dessus de sa moyenne historique. Ce surplus n'a pas encore été absorbé, car le taux de formation des nouveaux ménages – qui suit habituellement le rythme de la croissance démographique – a chuté et correspond à peu près au niveau actuel des mises en chantier de nouveaux logements. Nous pensons donc que la construction résidentielle restera modérée pendant les deux prochaines années et que la création d'emploi dans ce secteur a peu de chance de connaître une véritable amélioration d'ici là.

*... mais des
problèmes
structurels
ralentissent cette
croissance.*

Des compressions d'effectifs, plus structurelles que cycliques, ont également eu lieu dans le secteur des services financiers. Depuis décembre 2007, 627 000 postes ont été supprimés, bien souvent en relation avec les problèmes rencontrés dans le domaine du service des prêts

hypothécaires. Sachant que les investissements résidentiels devraient rester faibles et que les consommateurs américains maintiendront vraisemblablement leur endettement à un niveau stable, les activités de prêt à la consommation seront modestes. Il ne faut donc pas s'attendre à une croissance significative des emplois dans les secteurs financiers connexes à moyen terme.

Dans le secteur public, 350 000 emplois ont disparu au palier des États et des municipalités. Ces administrations sont tenues d'ajuster leurs revenus et leurs dépenses chaque année pour présenter un budget équilibré. Le recul des recettes fiscales enregistrées durant la récession a contraint ces administrations à réduire leurs effectifs. Ces recettes ont beau avoir augmenté depuis sur fond de reprise économique, les États doivent dire adieu aux transferts fiscaux provisoires effectués par le gouvernement fédéral dans le cadre de la récession, qui correspondaient à 2,8 % de leurs budgets annuels. La modération dont fera par ailleurs preuve le gouvernement fédéral sur le plan budgétaire devrait aussi exercer un frein sur les emplois dans la fonction publique.

Nous en concluons que les créations d'emploi aux États-Unis se poursuivront à un rythme de 1,0 % à 1,5 % par an, relativement comparable au taux de 1,2 % enregistré de 2003 à 2007. Nos prévisions économiques tiennent compte du fait que sur les 8 millions d'emplois perdus au cours de la dernière récession, 2 millions environ pourraient ne pas revoir le jour au cours des trois à cinq prochaines années. Ces créations d'emplois, conjuguées à une faible hausse des salaires, devraient néanmoins induire une croissance soutenue du revenu disponible – de 3,0 % à 4,0 % - et un taux comparable d'expansion des dépenses de consommation.

Les dépenses du gouvernement fédéral devraient rester relativement stables en 2011. Le déficit augmentera légèrement en passant de 9 % du PIB en 2010 à 10,5 % en 2011. Au rythme actuel des emprunts, le gouvernement fédéral des États-Unis se heurtera au plafond de la dette début août. Le différend qui oppose les républicains et les démocrates relativement à la hausse de ce plafond et à la politique budgétaire à adopter sur les 18 prochains mois laisse craindre qu'un accord soit difficile à établir. Si les deux partis ne réussissent pas à s'entendre avant la date butoir pour le plafond de la dette, le gouvernement fédéral sera contraint de prendre des mesures d'austérité et toutes les activités non essentielles seront interrompues. Selon nous, en cas de fermeture des services gouvernementaux, la situation ne durerait pas plus de quelques jours, car la pression pour qu'une solution soit trouvée serait colossale. Nous ne pensons pas que le Trésor américain devra interrompre le versement des intérêts sur les obligations et les bons du Trésor, une éventualité qui placerait les États-Unis en situation de défaut. L'orientation des finances gouvernementales devrait s'éclaircir une fois que la campagne présidentielle de 2012 aura démarré, car la viabilité budgétaire sera assurément un thème dominant de la campagne.

Nous ne croyons pas en un défaut des États-Unis sur sa dette.

Nous prévoyons, pour 2011, une croissance du PIB réel de 2 % à 3 % aux États-Unis. Nous pensons toujours que le PIB réel adoptera un rythme ralenti de 1,5 % à 2 % sous l'effet des compressions budgétaires, mais la nature et le rythme de la réduction continueront à faire l'objet d'un débat animé à court terme. Les progrès accomplis au chapitre de la balance commerciale, en réduisant le déficit par rapport à la Chine ou la dépendance à l'égard des importations de pétrole, pourraient doper les perspectives de croissance de 0,5 % à 1 %.

Une modeste croissance du PIB réel américain est anticipée.

Perspectives du Canada

Le Canada est ressorti de la récession mondiale en bonne forme. Sur le plan nominal, le PIB du Canada s'inscrit 3,5 % au-dessus du point culminant atteint en 2008. Le PIB réel a grimpé de 3,2 % en 2010 et semble parti pour une expansion d'environ 3 % en 2011. Les salaires totaux dans le secteur privé ont augmenté de 5,7 % sur un an et le nombre d'emplois créés durant la reprise est de 134 000 supérieur à celui des pertes enregistrées pendant la récession. La production industrielle a augmenté de 5,0 % et les bénéfices cumulés des entreprises s'inscrivent en hausse de 13,4 % par rapport à l'an dernier.

Le Canada est ressorti de la récession en relativement bonne forme.

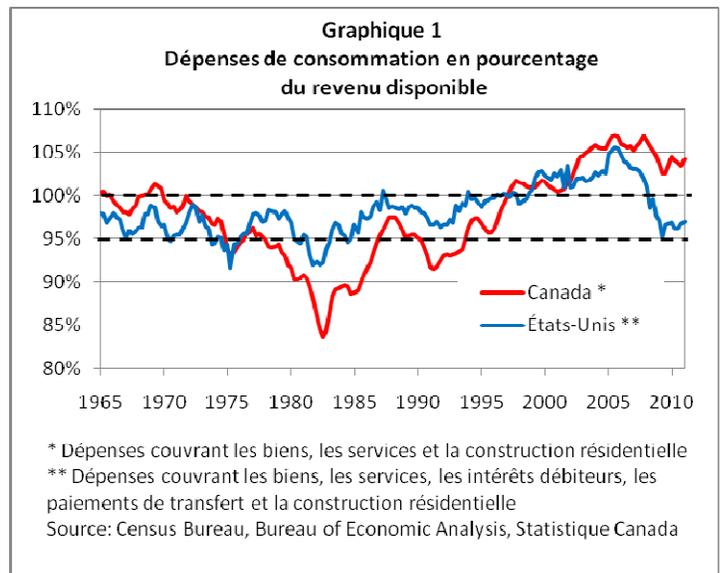
Plusieurs facteurs ont aidé le Canada à bien tirer son épingle du jeu. D'abord, le système bancaire n'a pas été frappé par les lourdes pertes associées aux portefeuilles de prêts essuyées par bon nombre de banques étrangères et les processus subséquents de désendettement et de recapitalisation qu'elles ont été contraintes de suivre dans le sillage de la crise financière. Ensuite, la défaillance de plusieurs géants non financiers comme GMAC, Ford Credit et des émetteurs privés de prêts hypothécaires, incapables de vendre des créances titrisées sur le marché de la titrisation ou de financer les portefeuilles de tels actifs financiers au summum de la crise financière, a joué un rôle majeur dans le resserrement marqué du crédit aux États-Unis. Au Canada, le secteur non bancaire jouait un rôle très secondaire dans le réseau de distribution du crédit et les banques ont émergé de la crise dans une situation relativement solide. Ainsi, l'accès facile au financement par emprunt à faible taux d'intérêt a permis aux consommateurs et aux entreprises d'accélérer leurs dépenses et leurs investissements.

Aujourd'hui, les dépenses de consommation (logement résidentiel inclus) en proportion du revenu disponible restent nettement plus élevées qu'aux États-Unis (graphique 1). Les Canadiens dépensent 105 % de leur revenu après impôt, ce qui frôle le niveau record de 107 % atteint en 2007, alors que les Américains ont ramené leurs dépenses de 105 % à 96 %, un taux qui cadre mieux avec la moyenne historique.

Mais les consommateurs canadiens ont aujourd'hui un taux de dépenses et un niveau d'endettement élevés, et la valeur de leurs maisons atteignent des records.

Les Canadiens ont aussi tiré profit de l'appréciation des logements.

Contrairement à la situation constatée aux États-Unis et dans plusieurs pays européens, l'immobilier résidentiel au Canada n'a pas subi de brusque correction après la récession. De 2000 à 2007, les prix des logements ont augmenté de 70 % au Canada alors qu'ils ont bondi de 104 % aux États-Unis, les deux marchés grimpant à un rythme nettement plus rapide que le revenu disponible par ménage. Ensuite, de 2008 à 2010, les prix des logements ont chuté de 30 % aux États-Unis, mais ont poursuivi une progression de 19 % au Canada. Les consommateurs



américains ont vu leurs avoirs diminuer sous le double effet de la dépréciation des biens immobiliers et des avoirs financiers. Le ratio de la valeur nette au revenu disponible est passé de 6,4 à 5,0 aux États-Unis, tandis que le recul a été négligeable au Canada, le ratio passant de 6,4 à 6,1. La robustesse du marché de l'immobilier résidentiel canadien a donc soutenu les dépenses élevées des consommateurs.

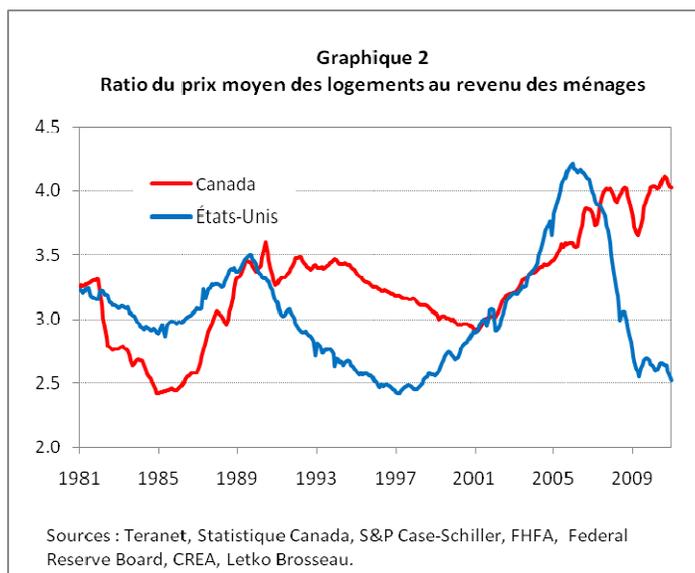
Sur le front de l'emploi, le contraste entre les modes de reprise est flagrant. Contrairement aux problèmes structurels susmentionnés qui ont affligé le marché américain, le Canada a perdu 428 000 emplois durant la récession et en a créé 562 000 depuis. Par conséquent, les revenus gouvernementaux sont restés relativement stables, contrairement aux recettes fiscales aux États-Unis qui s'inscrivent 11 % au-dessous du niveau de 2007.

La question qui se pose maintenant est de savoir si la conjoncture économique et financière restera nettement plus favorable au Canada qu'aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés. Selon nous, certains éléments incitent à la prudence.

La politique monétaire de détente et l'accès facile au crédit ont eu pour conséquence d'accroître l'endettement du secteur privé. La dette totale des ménages canadiens (qui inclut les emprunts hypothécaires et les crédits à la consommation, comme les emprunts automobiles, les soldes de carte de crédit et les lignes de crédit) atteint désormais 1,53 billion de dollars, soit le niveau record de 149 % du revenu disponible. Par opposition, les consommateurs américains ont remboursé leurs emprunts et la dette des ménages s'élève maintenant à 12,9 billions de dollars, ce qui correspond à 112 % du revenu disponible. Lorsque les taux d'intérêt retrouveront des niveaux plus adaptés à l'expansion économique, les dépenses de consommation, incluant l'investissement résidentiel, devraient fléchir progressivement vers leur moyenne à long terme de 95 % du revenu disponible. Deux facteurs devraient jouer un rôle important dans ce processus de normalisation : le crédit à la consommation et le marché du logement.

L'encours des crédits à la consommation est actuellement 25 % plus élevé au Canada que ce qu'il était à la fin de 2007, alors qu'il est 3,7 % plus bas aux États-Unis. Quand la Banque du Canada durcira sa politique monétaire et que les taux d'intérêt repartiront vers le haut, nous devrions constater un ralentissement du crédit à la consommation. De plus, lorsque les dépenses des ménages cadreront mieux avec le revenu gagné et qu'une portion des dépenses sera réaffectée aux paiements d'intérêts plus élevés, la consommation s'en ressentira.

Au chapitre du marché de l'habitation, l'appréciation des biens immobiliers canadiens a porté les valeurs à quatre fois le revenu disponible, un sommet historique bien supérieur à la moyenne à long terme de 3,2 (graphique 2). À titre



Suivant la hausse des taux d'intérêt...

...nous prévoyons une tendance à la baisse pour les dépenses de consommation...

...et une modération du prix des logements.

de comparaison, le ratio des valeurs des maisons aux États-Unis par rapport au revenu disponible est passé de 3,8 en 2007 à 2,5 en 2011, ce qui cadre avec la moyenne historique.

La hausse de taux d'intérêt tend à freiner la construction résidentielle et les prix des logements. Pour une hausse de 1 % des taux d'intérêt, nous estimons que l'effet négatif sur le PIB réel serait de 0,4 % à 1 %. Nous jugeons peu probable que les valeurs des logements continuent à croître à un rythme beaucoup plus rapide que le revenu des ménages et ce ratio s'ajustera vers sa moyenne au cours des prochaines années. Cependant, nous ne prévoyons pas d'effondrement du marché immobilier à l'américaine, compte tenu de la prudence affichée au Canada lors de la sélection des risques relatifs aux prêts hypothécaires, de la structure solide des capitaux dans le système bancaire canadien et des dispositions juridiques obligeant les emprunteurs à assumer pleinement la responsabilité de leur emprunt hypothécaire.

Le Canada a beau demeurer solide d'un point de vue structurel, nous ne pouvons pas fermer les yeux sur le niveau historiquement élevé des dépenses de consommation, le lourd endettement des consommateurs et l'appréciation rapide du marché du logement. Qui plus est, tout comme dans la plupart des pays industrialisés, le resserrement budgétaire nuira à la croissance économique. Les consommateurs et le gouvernement devront modifier leur comportement en matière de dépense au cours des prochaines années et nos prévisions économiques en tiennent compte. Par conséquent, nous tablons sur un taux de croissance de l'ordre de 2 % en moyenne au Canada à moyen terme, ce qui cadre globalement avec nos prévisions pour la majeure partie des pays industrialisés.

La croissance attendue pour le Canada est en ligne avec les prévisions pour le reste du monde

Le point sur la Grèce

La croissance économique est restée stable dans la zone euro. Le PIB réel a progressé de 2,4 % sur les 12 derniers mois, quoique le profil de croissance varie considérablement d'un pays à l'autre. L'Europe septentrionale a le vent en poupe, Allemagne en tête (croissance de 4,8 %), suivie par les Pays-Bas, l'Autriche et la Finlande, dont le taux de croissance dépasse 3 %. En France, le PIB réel a augmenté de 2,2 %, mais la croissance est nettement plus faible en Italie (1,0 %) et en Espagne (0,8 %). Le Portugal, l'Irlande et la Grèce, trois pays qui ont bénéficié du soutien financier de l'UE et du FMI, voient se contracter leur activité économique de 0,7 %, 0,8 % et 4,8 % respectivement.

En Grèce, le plan de 110 milliards d'euros mis au point par l'UE et le FMI en 2010 devait couvrir les besoins de financement du gouvernement jusqu'à la mi-2013. Les fonds de secours devaient être déboursés périodiquement et à la condition que la Grèce procède à des ajustements budgétaires rigoureux.

Des progrès ont été accomplis sur le plan du programme d'austérité, le gouvernement ayant augmenté les taxes à la consommation et l'impôt sur le revenu, tout en réduisant les salaires et les prestations de retraite des fonctionnaires. Ces mesures ont toutefois été largement responsables de la récession sévère du pays. Les revenus du gouvernement se révélant encore plus insuffisants que prévu, le processus d'ajustement des finances publiques de la Grèce pourrait être plus long que prévu initialement. Comme il semble que la Grèce ne pourra toujours

Les problématiques entourant la dette souveraine sont complexes, mais sont actuellement adressées.

pas emprunter sur les marchés internationaux en 2013, il revient à nouveau à l'UE et au FMI de s'entendre pour l'aider après l'expiration du fonds de secours.

Nous ne sommes pas convaincus que les difficultés actuelles de la Grèce impliquent un défaut de paiement sur ses emprunts. Cette solution sèmerait assurément le chaos parmi les institutions bancaires locales, qui sont d'importantes détentrices de titres d'emprunt du gouvernement, et imposerait à la population grecque des ajustements encore plus douloureux. Par ailleurs, en cas de défaut de paiement, les gouvernements de la zone euro et la Banque centrale européenne, qui détiennent également des obligations grecques, essuieraient des pertes que nous estimons actuellement à 65 milliards d'euros, soit 0,7 % du PIB de la région. Si la première vague de répercussions financières d'un défaut de la Grèce semble gérable pour le système financier de l'UE (hors Grèce) et le public, les effets de contagion sur les autres pays membres sont difficiles à prévoir. La BCE et les gouvernements des pays de la zone euro sont réticents à prendre en charge les pertes de la Grèce et, en fin de compte, ont un intérêt commun à préserver l'intégrité de l'union politique et économique dans laquelle ils se sont lancés il y a plus de 60 ans.

Les négociations ont beau ne pas être encore terminées, il semble que l'Union européenne et la BCE ont pris la décision de rallonger les prêts assurés à la Grèce et de soutenir son système bancaire. L'échéance des emprunts du plan de 110 milliards d'euros a été prolongée et passe de 4,5 à 7,5 ans. Les institutions européennes ajouteront vraisemblablement du personnel sur le terrain pour améliorer les efforts de perception d'impôt tout en exigeant que la Grèce continue d'assainir sa situation budgétaire. La Grèce envisage aussi de vendre certains biens appartenant à l'État, afin de réunir 50 milliards d'euros de plus. Nous supposons que ces mesures, si elles sont menées à bien, permettront de stabiliser la dette de la Grèce à un niveau entre 150 % à 160 % du PIB, ce qui ne garantira toutefois pas son retour sur les marchés financiers et pourrait créer une dépendance à l'égard de l'UE et du FMI pendant plusieurs années.

Stratégie de placement - Obligations

Les taux d'intérêt ont suivi une orientation descendante aux États-Unis et au Canada au cours des trois derniers mois, en retombant vers les planchers atteints en octobre 2010 et en décembre 2008. Les taux des obligations du Canada échéant dans cinq ans et dans dix ans ont chuté d'environ 35 points de base et s'établissaient à 2,33 % et 3,11 %, respectivement à la fin juin. Les taux à court terme ont aussi fléchi tandis que les investisseurs en titres à revenu fixe ont réduit leurs attentes de hausses des taux d'intérêt de la Banque du Canada. Les taux des émissions à deux ans ont reculé de 1,90 %, à 1,56 %, sur le dernier trimestre.

Les taux des obligations américaines échéant dans moins de 10 ans sont de 60 à 110 points de base inférieurs à ceux de la courbe de rendement canadienne. La Réserve fédérale maintient ses taux directeurs près de 0 % depuis deux ans et demi. Selon les attentes reflétées dans la courbe de rendement, les investisseurs en titres à revenu fixe ne prévoient actuellement pas plus d'un quart de point de hausse sur les deux prochaines années. Aux États-Unis, les taux des obligations d'État à deux ans, cinq ans et dix ans atteignent respectivement 0,46 %, 1,73 % et 3,17 %.

Le portefeuille obligataire est positionné de façon défensive en vue des taux à la hausse.

Nous sommes toujours d'avis que les rendements sont très bas en termes absolus et que ces titres ne représentent pas un placement attrayant. La croissance économique se poursuit et les tendances de l'emploi s'améliorent. De plus, l'expansion du crédit privé se poursuit à un rythme

constant et les besoins de financement des gouvernements, malgré leur fléchissement prévu, demeureront élevés par rapport normes historiques. Nous prévoyons une hausse des taux d'intérêt et les rendements procurés par les obligations seront maigres à moyen terme. Conséquemment, la pondération des obligations dans nos portefeuilles demeure inférieure à la cible et nous maintenons une courte durée.

Stratégie de placement : Actions

Les marchés boursiers mondiaux représentés par l'indice MSCI Monde sont demeurés neutres durant le dernier trimestre, mais demeurent bien au dessus des niveaux d'il y a un an. Au cours de la dernière période de 12 mois qui s'est terminée en juin, le rendement global des actions (calculé en dollars canadiens) s'est établi comme suit : indice MSCI Monde, +19 %; S&P 500, +19 %; S&P/TSX, +21 %; DAX, +33 % (hors dividendes); CAC-40, +29 %; FTSE, +22 %; Nikkei, +6 %.

À la plupart des grandes bourses mondiales, les cours sont de l'ordre de 9,5x à 14,5x les bénéfices prévus pour l'exercice en cours. Par comparaison, le ratio cours-bénéfice du S&P 500 pour les 100 dernières années est de 14,4. Les valorisations actuelles semblent donc se maintenir dans une fourchette raisonnable.

Aux États-Unis, les caisses de retraite publiques et les épargnants ont augmenté leur allocation aux actions depuis la crise financière, mais celle-ci demeure en dessous des sommets précédents. D'autre part, la pondération des actions dans les régimes de retraite privés américains et britanniques est demeurée près des niveaux de 2009, indiquant un virage vers d'autres classes d'actifs alors que les marchés boursiers se sont redressés. Aux États-Unis en particulier, les actions représentent 35 % des actifs, leur plus bas niveau des 60 dernières années. Toute réaffectation en direction de la moyenne historique pourrait faire grimper les coefficients de capitalisation des bénéfices en stimulant les cours boursiers.

En conclusion, selon différents scénarios de croissance des bénéfices et de valorisation sur une période de cinq ans, nous pensons que les actions produiront un rendement global de l'ordre de 6 % à 13 % par an, et surclasseront haut la main les obligations et les effets de trésorerie.

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

À moyen terme, le rendement des actions devrait surclasser ceux des effets de trésorerie et des obligations.

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.