

MARS 2005

Bulletin #33

TABLE DES MATIÈRES

1. L'ÉCONOMIE ET LES MARCHÉS

- Commentaires
- Conclusion

2. RENDEMENTS DES INDICES ET DU PORTEFEUILLE MODÈLE

3. RÉPARTITION DE L'ACTIF DU PORTEFEUILLE MODÈLE

- Portefeuille équilibré
- Portefeuille de revenu
- Rendements des marchés mondiaux

4. REVUE DU PORTEFEUILLE MODÈLE ET MODIFICATIONS

- Placements à revenus (tableau)
- Titres canadiens
- Titres étrangers

5. TABLEAUX ET GRAPHIQUES

- Performances historiques
- Composition du portefeuille modèle

Site internet : www.pierremorin.com

Le pétrole : Le grand impondérable

(Mars 2005)

L'économie continentale connaît une croissance soutenue depuis quelques années, accompagnée de pressions inflationnistes ténues et de taux d'intérêt faibles. Les marchés boursiers nord-américains en sont la preuve, offrant des rendements composés dans les deux chiffres pour les deux dernières années. Nous envisageons ce scénario économique quasi-parfait avec scepticisme puisque bien des indicateurs se trouvent actuellement en état d'apesanteur; les déficits budgétaires et commerciaux des États-Unis, ainsi que la dette à la consommation des particuliers américains, atteignant, semble-t-il, la stratosphère. Cette situation financière jamais vue des puissants États-Unis d'Amérique a provoqué la chute assez considérable de la monnaie de ce pays depuis quelques années. Un dollar en baisse se traduit par des coûts plus élevés relativement aux biens importés (inflation), qui représentent environ 70 % de ce que les Américains consomment. Des conditions de crédit favorables (faibles taux d'intérêt) accordés pendant un laps de temps prolongé peuvent créer un sentiment illusoire de sécurité alors que l'expansion économique est financée par le surendettement des consommateurs et un mode de vie qu'ils n'ont pas les moyens de se permettre. L'aptitude prévisionnelle des économistes peut être aveuglée par ce phénomène, ce qui explique les vastes écarts entre leurs opinions. L'économie américaine est néanmoins en expansion en ce moment, et celle de l'Asie chauffe à blanc. Le contrôle des prix du pétrole sera la clé qui permettra de maintenir la croissance mondiale. Nous savons tous ce qui arrive lorsqu'on jette l'huile sur le feu...

Des prix qui continuent de grimper, atteignant aujourd'hui les 56 \$US le baril et s'arrêtant on ne sait où, ne font qu'accroître de façon exponentielle les pressions inflationnistes aux États-Unis, qui doit également soutenir une devise affaiblie. Étant donné la situation financière tant du gouvernement que des consommateurs, une hausse des taux d'intérêt pour combattre l'inflation pourrait fort bien devenir le catalyseur déclenchant une crise économique.

L'économie américaine a absorbé des hausses du prix du pétrole, qui est passé de 12 \$US le baril en 1999 – il y a à peine six ans – à 45 \$US le baril en 2004, après avoir atteint un sommet sans précédent de 54 \$US le baril. Bien que cette poussée représente une hausse considérable, elle n'a qu'un lointain rapport avec le sommet record redressé pour tenir compte de l'inflation atteint en 1978 de près de 100 \$US le baril (se reporter au tableau 1). Certains économistes croient que les États-Unis ont les moyens de payer, disons, 50 \$ US le baril parce que l'économie américaine est un moins grand consommateur d'énergie qu'auparavant. D'un pays de fabrication (les secteurs primaire et secondaire de l'économie) les États-Unis ont évolué pour devenir un pays davantage axé sur les services et la technologie (le secteur tertiaire), secteur moins énergivore (se reporter au tableau 2).

Si l'on regarde la consommation d'énergie par ménage, en revanche, le portrait brossé est très différent. En 1970, la taille moyenne des maisons était de 1 500 pieds carrés. La plupart n'étaient pas climatisées et la majorité des familles n'avaient qu'une seule voiture. Aujourd'hui, la taille d'une maison moyenne aux États-Unis atteint 2 100 pieds carrés et la climatisation est de rigueur. Il y a au moins un véhicule, souvent utilitaire (camion ou fourgonnette) et fort probablement un deuxième véhicule pour la génération

Tableau #1

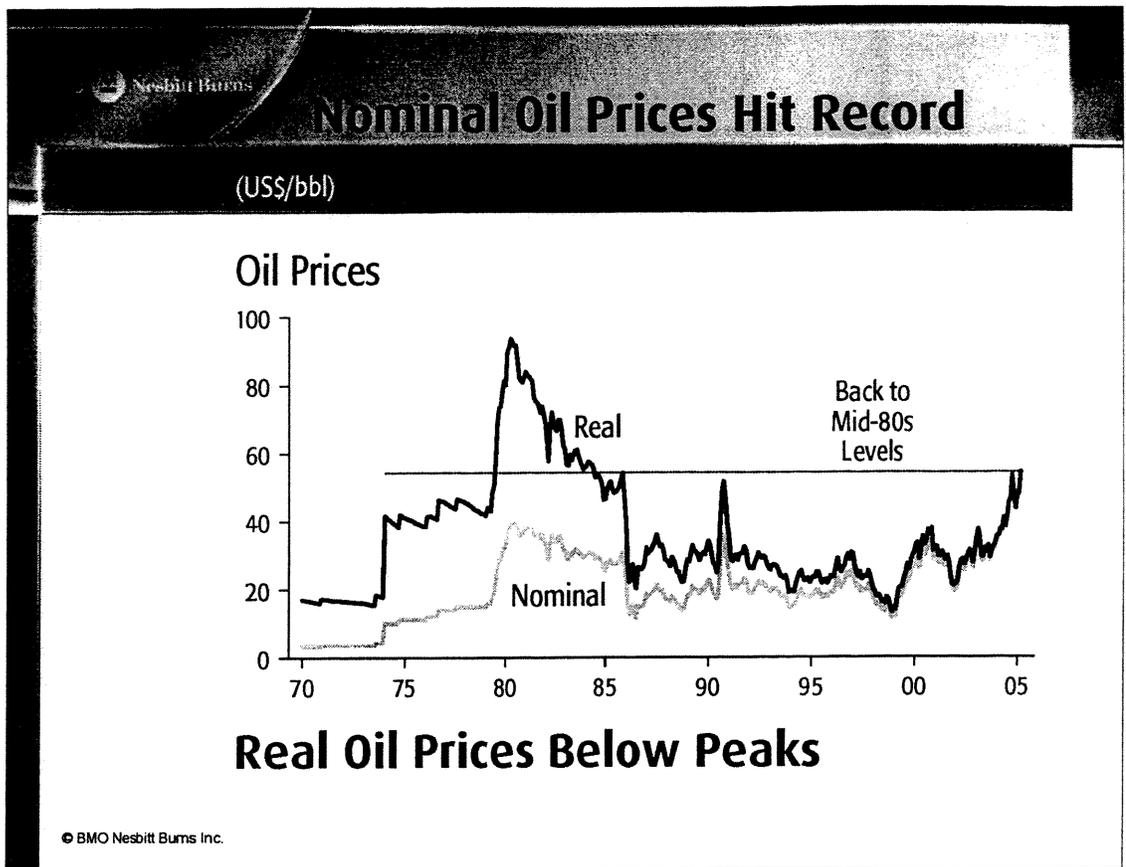
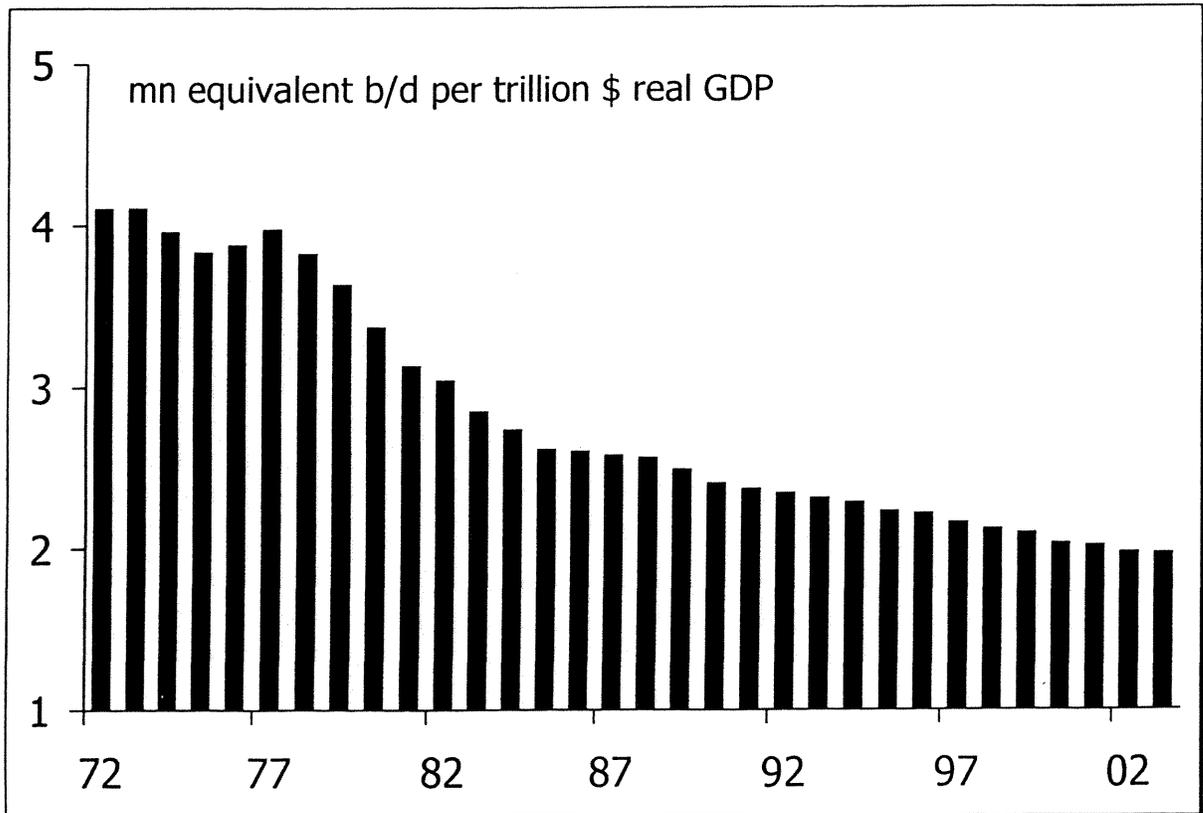
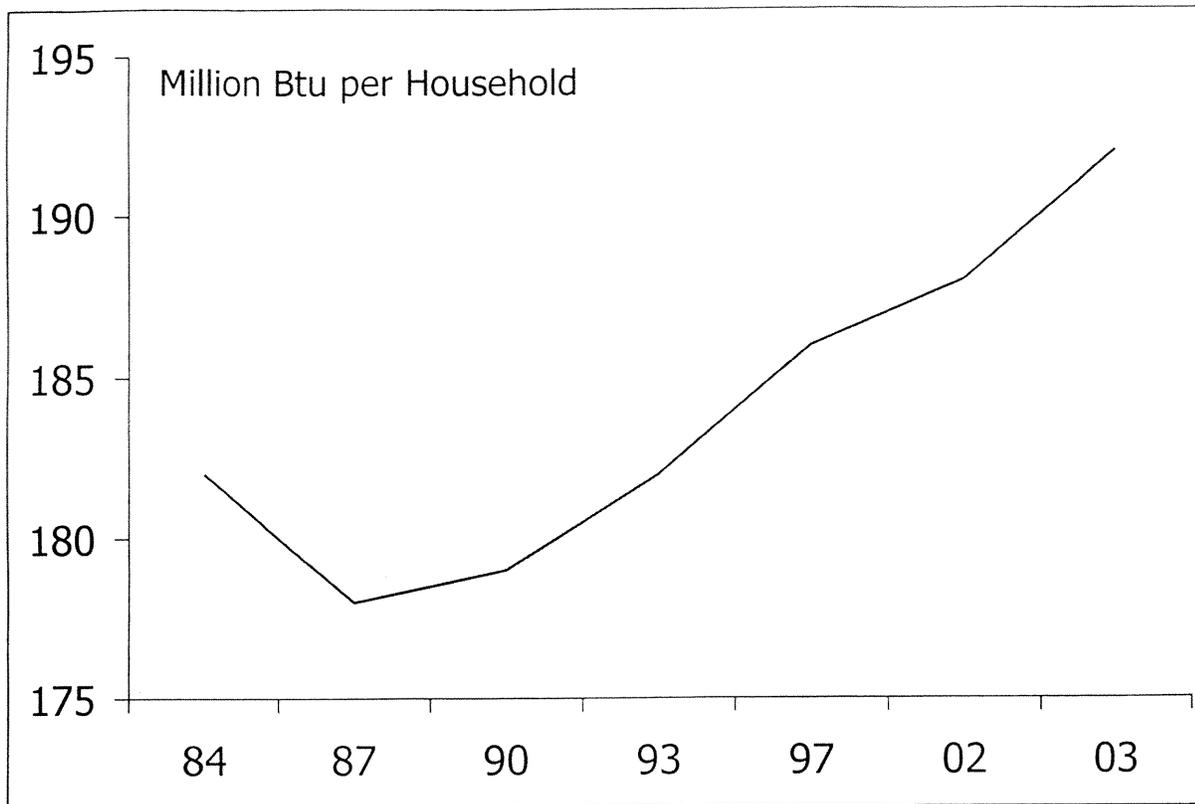


Tableau #2





Y vieillissante. Malgré les améliorations sur le plan de l'isolation des résidences et de l'efficacité énergétique des moteurs, les ménages consomment néanmoins considérablement plus d'énergie aujourd'hui qu'auparavant (se reporter au tableau 3).

Tout ceci m'amène à conclure que ce sera le consommateur qui sera le plus touché par les prix de pétrole plus élevés, ce qui pourrait comprimer ses habitudes de consommation, freinant l'économie dans son ensemble. La Réserve fédérale mise sans doute sur ce scénario pour rassasier la voracité des consommateurs plutôt que d'avoir à hausser les taux d'intérêt. Une telle hausse pourrait en effet avoir un impact dévastateur sur l'immobilier, entraîner une inflexion abrupte de l'économie et provoquer une importante récession ou, pis encore, une déflation.

Bien que des prix plus élevés du pétrole puissent entraîner un ralentissement moins brutal de l'économie nationale, la situation risque également d'exposer les États-Unis à une toute nouvelle réalité. En effet, le pays doit financer un déficit de 600 milliards de dollars et il se fie assurément sur des acheteurs étrangers de billets du Trésor américain. La plupart des pays qui financent les déficits américains depuis longtemps sont ces pays qui présentent un excédent commercial vis-à-vis les États-Unis, notamment la Chine et le Japon. Ces surplus (qui aident à financer la croissance et le développement de ces pays) dépendent de l'appétit du consommateur américain. Ces pays ont donc tout intérêt à acheter des billets du Trésor américain à des taux faibles puisque, tant que les taux sont faibles, le consommateur américain continue d'acheter des biens importés. Mais qu'arrive-t-il si le consommateur américain achète moins? À mesure que les surplus de la Chine et du Japon s'amenuisent, ces pays voudront-ils encore continuer à acheter des billets du Trésor américain, une devise qui déprécie

peut-être, pour aider à financer le déficit américain? Et s'ils ne jouent plus? Qui le fera, et à quel taux? Il semble que même un atterrissage en douceur pourrait se révéler une illusion, puisque même le scénario plus avantageux pourrait se révéler tout aussi dévastateur.

Selon l'économiste en chef de Morgan Stanley, M. Stephen Roach, les rendements obligataires à long terme pourraient grimper de près d'un point de pourcentage et demi si les étrangers cessent de subventionner le marché obligataire américain. Les investisseurs étrangers détiennent actuellement environ 43 % de l'ensemble des titres de dette publique américaine en circulation, soutient-il. Les Américains en sont donc réduits à « dépendre du bon vouloir d'étrangers », une pensée peu réconfortante, n'est-ce pas? Toutefois, l'Amérique participe activement au développement de la Chine comme un nombre croissant d'entreprises nord-américaines construisent des usines de fabrication en Chine, profitant du faible coût de la main-d'œuvre.

Bon nombre d'entreprises américaines profitent en conséquence de marges plus avantageuses, ce qui se traduit par des évaluations plus élevées sur le plan des actions, lesquelles (ou, du moins les options d'achat d'actions) semblent être le moyen de choix de verser de bonnes grosses primes à leurs dirigeants. Cette perspective à court terme pourrait engendrer des effets non négligeables à long terme sur l'économie américaine. On pourrait même avancer que la Chine s'empare d'une bonne partie de nos connaissances technologiques, de nos aptitudes en gestion et de nos propriétés intellectuelles en échange de profits à court terme. Et bientôt, plus tôt qu'on ne le croirait, les Chinois pourraient potentiellement construire leurs propres usines et faire concurrence aux entreprises américaines pour s'emparer de parts du marché, ce qui pourrait forcer les marges bénéficiaires et, forcément, les cours de titres, à se replier. La richesse, sous forme de monnaie de papier, pourrait éventuellement s'évaporer.

Entre-temps, l'économie en Chine carbure à fond, affichant avec une croissance du PNB de 9,5 % en 2004, malgré les efforts par la Banque centrale d'en ralentir le rythme. Un ralentissement pourrait en fait être salutaire en Chine, qui souffre d'une poussée de croissance quasi incontrôlable. Les retards d'expédition et de transport sont généralisés, entraînant des retards de production, ce qui pourrait devenir un problème désastreux pour un système bancaire en émergence dans un pays en développement qui finance ces usines en attendant que les remboursements de prêts commencent à entrer. De ce fait, un ralentissement pourrait permettre de régler les goulots d'étranglement et de restructurer les opérations ce qui, à son tour, pourrait donner un second souffle à cette extraordinaire et immense création de richesse. M. Roach est confiant que les politiques administratives et monétaires de la Chine ralentiront son économie sans toutefois provoquer un atterrissage brutal qui risquerait d'estomper les perspectives de croissance, même celles bien au-delà de ses frontières. La Chine pourrait également améliorer ses perspectives d'un atterrissage en douceur si les prix du baril de pétrole se repliaient aux alentours de 40 \$ à 45 \$.

Selon des perspectives de placement à plus long terme, il me semble très évident que nous devons trouver un moyen de participer au développement et à la progression du plus important bloc commercial au monde, notamment l'Asie. Tout comme l'accident après la deuxième guerre mondiale, la Chine et l'Inde représentent aujourd'hui le plus important groupe de consommateurs au début de leur stade de développement. Durant les années 1950 nous assistions à la création d'une nouvelle classe moyenne qui fût

l'élément catalyseur du plus long cycle de consommation de ressources du siècle. Un tel cycle dure habituellement entre un an et deux ans et demi. Durant les années 1950, ce cycle a duré presque toute la décennie. On suppose que près de 150 millions de personnes ont percé le statut de classe moyenne au cours de cette décennie, tant en Amérique qu'en Europe, faisant en sorte que la demande à l'égard de matières premières a largement dépassée l'offre. Les estimations prévoient qu'entre 250 et 500 millions de personnes du bloc asiatique accéderont au statut de classe moyenne d'ici les cinq à dix prochaines années. Cette situation talonne le plus long marché baissier de l'histoire pour ces mêmes produits de base (soit environ 20 ans). L'impact n'en sera que d'autant plus frappant et ce, pour trois raisons :

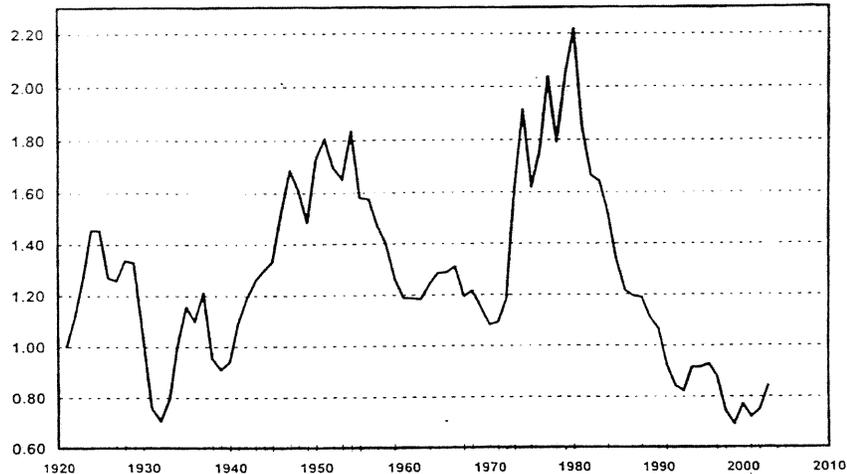
- 1- 20 ans de consolidation
- 2- 20 ans d'offre excédentaire
- 3- 20 ans de manque d'exploration

Les activités de consolidation durant cette période ont considérablement restreint le nombre de producteurs. Les objectifs de la consolidation consistent à mettre fin aux exploitations coûteuses, à réduire la main-d'œuvre grâce aux départs naturels et aux fermetures d'usines, et à reprendre un certain contrôle sur les prix. L'offre et la capacité excédentaires ont provoqué des guerres de prix sans fin, réduisant ainsi la capacité des entreprises à réaliser des profits et contribuant à l'érosion des prix. La situation n'était guère attrayante à la promotion de l'exploration, puisque l'on risquait assurément de trouver quelque chose qu'on ne réussirait qu'à vendre à perte.

Aujourd'hui, il ne reste que très peu d'entreprises minières, et celles qui survivent encore disposent de tout le pouvoir qu'elles veulent sur les prix. La demande devrait l'emporter sur l'offre pour des années à venir puisque l'exploration a été minime et qu'il y a eu très peu de nouvelles découvertes récemment. En conséquence, l'offre devrait demeurer serrée, tant et aussi longtemps que la demande en provenance de l'Asie demeure élevée. Les bonnes nouvelles pour les producteurs sont que l'exploration exige du temps et qu'il faut également prévoir du temps avant qu'une découverte n'entre en production. Bref, ce cycle présente toutes les données fondamentales qui laissent prévoir qu'il sera long. Le tableau 4 présente l'incidence des 20 années de sécheresse sur le plan du pouvoir d'établissement des prix des produits de base et, inversement, le potentiel du pouvoir d'établissement des prix au cours des années qui viennent (redressé pour tenir compte de l'inflation).

Tableau #4

COMMODITIES ADJUSTED FOR CPI, 1920-2004



Source: Di Tomaso Group

Marc Faber Limited
25/5/04

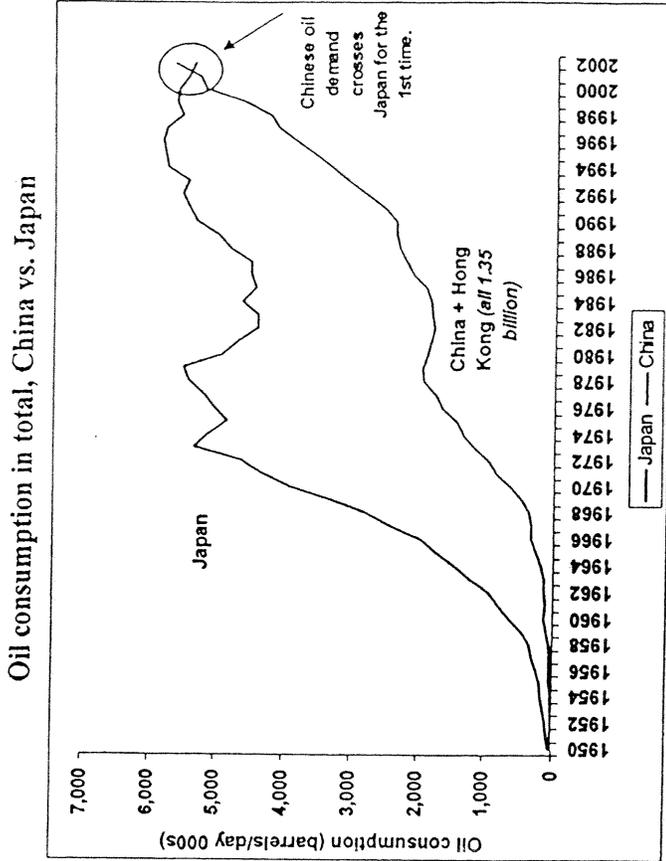
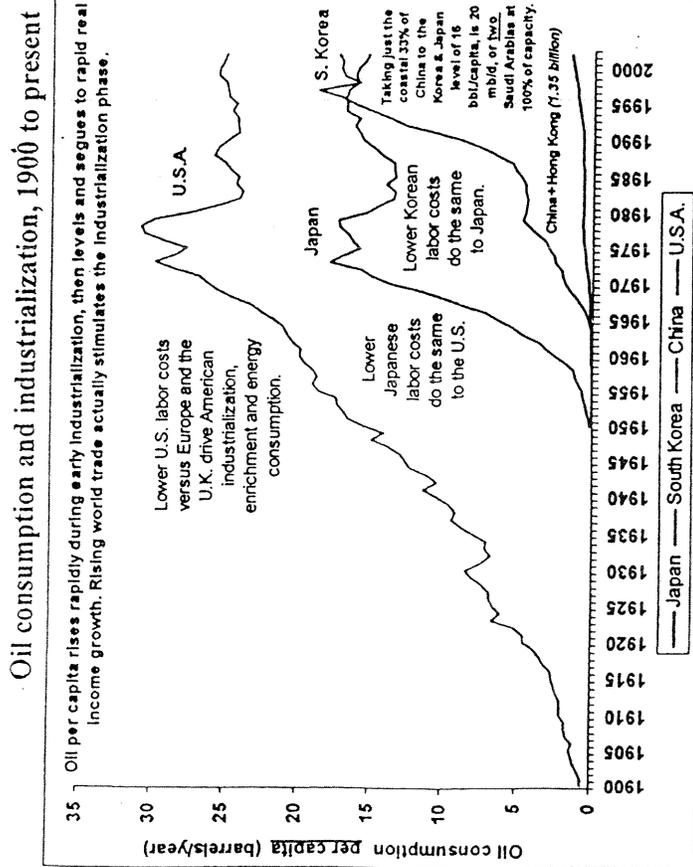
Conclusion :

Du point de vue historique, tant l'inflation que la déflation ont été généreuses envers les marchés boursiers. Puisque la possibilité d'une inflation ou d'une déflation s'est accrue compte tenu de l'affaiblissement de la puissance financière de l'économie américaine et de la dépendance de ce pays envers les capitaux étrangers, je crois qu'il est important d'augmenter le volet de titres à revenu fixe de votre portefeuille à 20 %, au moins. Par ailleurs, le risque d'une autre dévaluation du dollar américain est suffisamment élevé pour justifier le fait de détenir au moins 5 % de la valeur de votre portefeuille en or et en titres aurifères.

La soif de pétrole de la Chine surpasse les prévisions. La Chine consomme déjà plus de pétrole que le Japon même si, par habitant, la consommation chinoise ne représente qu'un dixième de celle du Japon! (se reporter au tableau 5). Selon le Dr Marc Faber, analyste macroéconomique de renommée mondiale, si la région côtière de la Chine, où habitent et travaillent 33 % de la population, devait consommer du pétrole à niveau de 16 barils par habitant, comme c'est le cas au Japon ou en Corée du Sud, il lui faudrait deux Arabies Saoudites produisant à 100 % de leur capacité, soit plus de 20 millions de barils par jour.

Comme la demande en énergie devrait croître au rythme du développement de l'Asie, il devient important de maintenir une participation d'environ 7 % à 8 % dans le secteur du pétrole et du gaz. Il s'agit ici d'une participation sous-pondérée comparativement à celle de l'indice TSX, qui s'établit à plus de 20 % dans ce secteur. L'Organisation mondiale du commerce (OMC) a récemment ajouté les réserves de sables bitumineux du Canada aux réserves de pétroles officielles. Bien que le Canada ait découvert l'existence de cette ressource au cours des années 1960, celle-ci n'a été reconnue comme réserve de

OIL CONSUMPTION



Source: BP Statistical Review of World Energy; US Census database

Marc Faber Limited
9/9/04

Bullish on oil sands

Wall St. brokerage house Lehman Brothers has published a report saying investors who feel bullish about oil's price outlook should consider "undervalued" Alberta oil sands producers.

Lehman Brothers picks

FIVE OIL SANDS OPERATORS THE INVESTMENT FIRM RECOMMENDS FOR BULLISH INVESTORS

Company	Weighting within sector
Canadian Natural Resources	Overweight
Deer Creek Energy	Overweight
OPTI-Canada	Overweight
Canadian Oil Sands Trust	Equal weight
Western Oil Sands	Equal weight

World oil reserves

ESTIMATED RECOVERABLE RESERVES IN BILLIONS OF BARRELS

1 Saudi Arabia	250
2 CANADA	175
3 Iraq	113
4 Venezuela	78
5 Russia	60
6 U.S.	22

Top producers, 2003

ESTIMATES IN MILLIONS OF BARRELS PER DAY

1 Saudi Arabia	9.8
2 Russia	8.5
3 U.S.	7.5
4 Iran	3.9
5 Mexico	3.8
6 China	3.4
7 Norway	3.3
8 Venezuela	3.0
9 CANADA	3.0

Top producers, 2015

ESTIMATES IN MILLIONS OF BARRELS PER DAY

1 Saudi Arabia	6.6
2 Russia	7.6
3 U.S.	6.6
4 CANADA	5.0
5 Iran	3.4
6 Mexico	3.3
7 China	3.0
8 Norway	2.9
9 Venezuela	2.6

SOURCES: ALBERTA ENERGY AND UTILITIES BOARD, U.S. DEPARTMENT OF ENERGY, BP WORLD OIL REVIEW, NEB, LEHMAN BROTHERS ESTIMATES

classe mondiale que lorsque le pays a réussi à produire trois millions de barils par jour au coût d'environ 12,50 \$ le baril. Le Canada arrive maintenant au second rang après l'Arabie saoudite sur le plan des réserves de pétrole (se reporter au tableau 6). La société Canadian Oil Sands Trust (propriétaire à 35 % de Syncrude) et Suncor sont en voie de devenir célèbres à l'échelle mondiale et commencent à attirer des investisseurs de partout au monde.

La demande relative aux métaux de base devrait se maintenir pour des années à venir, bien qu'elle pourrait se révéler agitée. Il faut bien comprendre que si le prix du pétrole progresse trop rapidement, la situation aura un impact sur le coût de la production des métaux de base, ce qui nuira à leur rentabilité. En revanche, si le prix du pétrole devait chuter, la rentabilité des producteurs de métaux de base s'améliorerait. La meilleure situation pour les deux groupes serait un prix du baril de pétrole plus stable dans la fourchette des 40 \$ à 45 \$ le baril. Puisque les métaux de base et le pétrole agissent assez bien comme couverture l'un pour l'autre, nous recommandons que vous égaliez votre pondération dans le compartiment des métaux de base à celle du secteur pétrolier, soit 7 % ou 8 %.

Les fiducies de placements de qualité dans le secteur des services publics demeurent un important volet d'un portefeuille équilibré. L'uniformité et la régularité des distributions demeurent la clé de leur réussite. Néanmoins, autant ce genre de placement peut-il se révéler avantageux dans un marché désinflationniste ou déflationniste, autant peut-il être contre-indiqué dans un marché inflationniste. Dans un tel scénario, les cours pourraient chuter plus que ceux des obligations à long terme. Une telle baisse devrait être contrebalancée par une augmentation de vos titres sensibles à l'inflation. Toutefois, si vous détenez des parts de fiducie de qualité dans le secteur des services publics, il est plus que probable que vous continuerez de toucher vos revenus de 6 % à 9 %, contrebalançant la perte, du moins en partie. Ensemble avec vos titres sensibles à l'inflation, ils forment un ménage formidable.

Le reste de votre portefeuille devrait représenter vos « titres fondamentaux », c'est-à-dire les titres qui versent un dividende intéressant et dont les antécédents laissent entrevoir que les dividendes versés aux actionnaires ne feront qu'augmenter. Les banques, les compagnies d'assurance et certaines sociétés immobilières ainsi que quelques titres particuliers comme le CN, Metro, Astral et Jean Coutu en seraient des exemples.

Pour résumer, nous recommandons une stratégie de couverture qui, à notre avis, offrirait une protection accrue dans le contexte actuel des marchés hautement volatiles.

- 1) 20 % en titres à revenu fixe à court terme (au plus quatre ans), ce qui devrait vous procurer les liquidités nécessaires si le marché se corrige, vous permettant ainsi de tirer partie de toute occasion tout en réduisant la volatilité de votre portefeuille.
- 2) 20% en titres sensibles à l'inflation, y compris dans les secteurs du pétrole et du gaz, des métaux de base, et de l'or. Une telle proportion vous permettrait de prendre part à la conjoncture ascendante en Asie en investissant dans des entreprises canadiennes tout en protégeant votre portefeuille contre l'inflation.
- 3) 20% dans des fiducies de placements dans le secteur des services publics puisque ces placements se comportent comme les placements en obligations à

long terme et protègent leur titulaire contre la déflation et des taux d'intérêt de loin inférieurs.

- 4) 20% dans des actions de sociétés canadiennes de grande qualité présentant de solides bilans et une politique progressiste en matière de dividendes.

- 5) 20% de vos placements devrait servir de tampon, nous permettant d'ajuster nos flûtes à l'occasion en tenant compte de votre profil d'investisseur et de vos besoins.

RÉPARTITION DE L'ACTIF DU PORTEFEUILLE MODÈLE

Portefeuille de revenu

Portefeuille équilibré

Oct 2004 Mar 2005

Oct 2004 Mar2005

10%	10%	LIQUIDITÉS (OÉC, OÉQ,B.duT.)	10%	10%
45%	45%	REVENU FIXE (OBLIGATIONS)	25%	25%
25%	25%	DÉBENTURES CONVERTIBLES ET AUTRES TITRES À REVENU	25%	25%
10%	10%	ACTIONS	30%	30%
10%	10%	TITRES ÉTRANGERS	10%	10%

Rendements des Marchés Mondiaux

Marché	Année à ce jour *	2004	2003	2002	2001	2000
S&P/TSX	3,96%	12,48%	24,28%	-13,97%	-13,94%	6,18%
DOW	-2,59%	3,15%	25,32%	-16,76%	-7,10%	-6,18%
S&P/ 500	-2,59%	8,99%	26,38%	-23,37%	-13,04%	-10,14%
NASDAQ	-8,10%	8,59%	50,00%	-31,53%	-21,05%	-39,29%
FTSE 100	2,12%	7,54%	13,62%	-24,48%	-16,15%	-10,21%
DAX	2,90%	7,34%	37,08%	-43,94%	-19,79%	-7,54%
DJ EURO STOXX 50	3,59%	4,30%	10,50%	-35,04%	-16,97%	-3,90%
NIKKEI 225	2,04%	7,61%	24,45%	-18,63%	-23,52%	-27,19%
HANG SENG	-5,19%	13,15%	34,92%	-18,21%	-24,50%	-11,00%
MSCI WORLD	-1,54%	12,84%	30,81%	-21,06%	N/A	N/A
MODÈLE	3,25%	13,46%	23,09%	2,73%	10,03%	31,70%

* année à ce jour (31 mars, 2005)