

Octobre 2007

# Bulletin #38

BMO Nesbitt Burns Inc.  
1501 McGill College Avenue  
Suite 3000  
Montreal, QC H3A 3M8  
Tel: (514) 282-5810  
Fax: (514) 282-5883  
1 800 363-6732

## Table des Matières:

- ➔ L'ÉCONOMIE ET LES MARCHÉS
  - ➔ Commentaires
  - ➔ Conclusion
  
- ➔ RÉPARTITION DE L'ACTIF DU PORTEFEUILLE MODÈLE
  - ➔ Portefeuille équilibré
  - ➔ Portefeuille de revenu
  
- ➔ REVUE DU PORTEFEUILLE MODÈLE ET MODIFICATIONS
  - ➔ Placements à revenus (tableau)
  - ➔ Titres canadiens
  - ➔ Titres étrangers
  
- ➔ TABLEAUX ET GRAPHIQUES
  - ➔ Performances historiques
  - ➔ Composition du portefeuille modèle

Site internet : [www.pierremorin.com](http://www.pierremorin.com)

## Il n'y a rien « à risque » avec l'or

Il y a un an ou deux, l'accroissement de la dette et des déficits ainsi que de l'absence d'épargnes chez nos voisins du sud commençaient à nous inquiéter. Nous avons discuté des risques liés à la bulle immobilière gonflée par les spéculateurs aux États-Unis, indiquant à l'époque que cette bulle pourrait bien être le catalyseur de la prochaine importante récession ou pis, dépression (référence bulletin #32 page 2 et 3). Nous avons exposé les effets d'un repli du billet vert et l'incidence d'une pondération de plus en plus petite qu'occupait le marché américain dans l'indice MSCI Monde, pondération qui, à son plus fort en 2000 a atteint 58 % mais qui aujourd'hui s'élève à 48 % (référence bulletin # 35 page 2). Nous étions aussi préoccupés par la popularité croissante des fonds de placement spéculatif qui, comme vous le savez, jouent considérablement de l'effet de levier pour bonifier leur performance (bulletin # 37 page 2). Bien que ces inquiétudes se fassent sentir durant presque tous les cycles, elles arrivent habituellement en séquence, et nous semblons en mesure de surmonter les obstacles, pas nécessairement sans douleur, mais du moins en évitant le pire.

La grande différence cette fois-ci (et je déteste le dire), c'est qu'il semble que toutes nos inquiétudes s'amoncellent simultanément, faisant boule de neige et, du même fait, augmentant de façon exponentielle la probabilité d'un véritable désastre financier. Dans ce bulletin, je tenterai d'expliquer, en langage de tous les jours, ce qui s'est produit dans un monde financier frappé par la crise des prêts hors normes à risque (*sub-prime loans*) .

À la base, le problème découle d'une combinaison de deux facteurs, à savoir la cupidité et la cupidité. En d'autres mots, la cupidité des spéculateurs immobiliers et celle des conseillers financiers (prêteurs hypothécaires, banquiers d'affaires, etc.).

Le boom immobilier, amorcé en 1997, a réellement commencé à prendre de la vitesse en 2001, après les attentats du 11 septembre, grâce à la baisse marquée des taux d'intérêt dont l'objectif était d'aider à raffermir la confiance rudement ébranlée des consommateurs. L'éclatement de la bulle technologique y a également contribué, amenant les investisseurs à réévaluer leur niveau de tolérance au risque et à se tourner vers l'immobilier. La demande croissante pour des biens immobiliers a entraîné une augmentation des prix en parallèle, facteurs qui se sont relancé en chaîne jusqu'à ce que la spirale devienne vertigineuse. Aujourd'hui, avec du recul, on prétend que la période d'abondance monétaire (faibles taux d'intérêt) a duré trop longtemps.

Plus la demande pour des prêts immobiliers s'accroissait, plus les prêteurs hypothécaires sont devenus audacieux, à un point tel que certains d'entre eux étaient prêts à prêter jusqu'à 110 % de la valeur d'une maison, à un taux variable, très faible pour la première année (ce qu'on appelle un taux d'appel ou *teaser rate* en anglais), n'exigeant le remboursement que des intérêts (pas de capital). Qui plus est, ces prêts étaient souvent consentis de façon pré-approuvée (sans aucune vérification de solvabilité), et sans même vérifier si l'emprunteur avait un emploi.

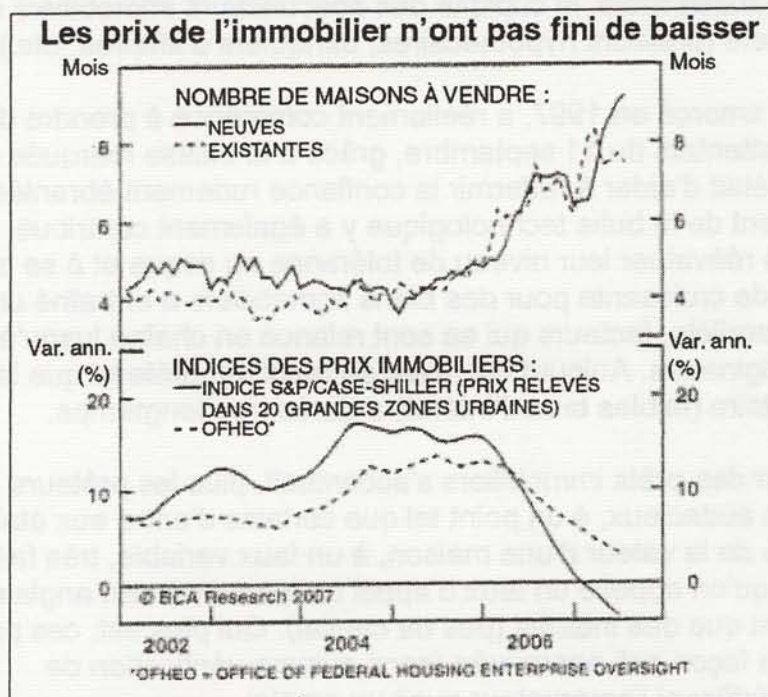
Aux États-Unis, ces pratiques sont devenues à toutes fins pratiques la norme, mais cela ne valait, bien sûr, que si le boom immobilier perdurait. Voici un exemple de ce type de prêt que l'on pouvait contracter relativement à une maison de 200 000 \$ :

	<u>Prêt</u>	<u>Taux</u>	<u>Capital/Solde</u>	<u>Versements mensuels</u> <u>intérêts seulement</u>
Année 1	210 000 \$	2 % (appel)	216 300 \$	350,00 \$
Année 2	216 300 \$	5 %	216 300 \$	910,00 \$
Année 3	216 300 \$	8 % (?)	216 300 \$	1 425,00 \$

Après la première année, le seul effet qu'a eu le taux d'appel a été d'accroître le solde de votre endettement, puisque l'escompte de 3 % a été rajouté au solde de votre emprunt. Si les taux d'intérêt n'ont pas bronché, vos versements hypothécaires, représentant les intérêts uniquement, auront triplé ou presque en un an. Si, comme c'est arrivé, les taux ont augmenté et se situent maintenant à, disons, 8 %, vos remboursements (intérêts seulement) auront quadruplé, dépassant les 1 400 \$ par mois.

Mais attendez, ce n'est pas tout! La valeur réelle de la propriété a chuté de 5 % à 10 % pendant ce temps! Votre dette s'élève donc maintenant à 216 300 \$, pour une maison qui n'en vaut maintenant que 180 000 \$, 190 000 \$ à tout le mieux! (tableau 1)

**Tableau 1**



Source : BCA Research

Le tableau 1 montre que les disponibilités de propriétés neuves et existantes à vendre ont montées en flèche, provoquant une chute du prix des habitations dans les principales villes américaines comme en atteste le repli de l'indice des prix des logements Case-Shiller.

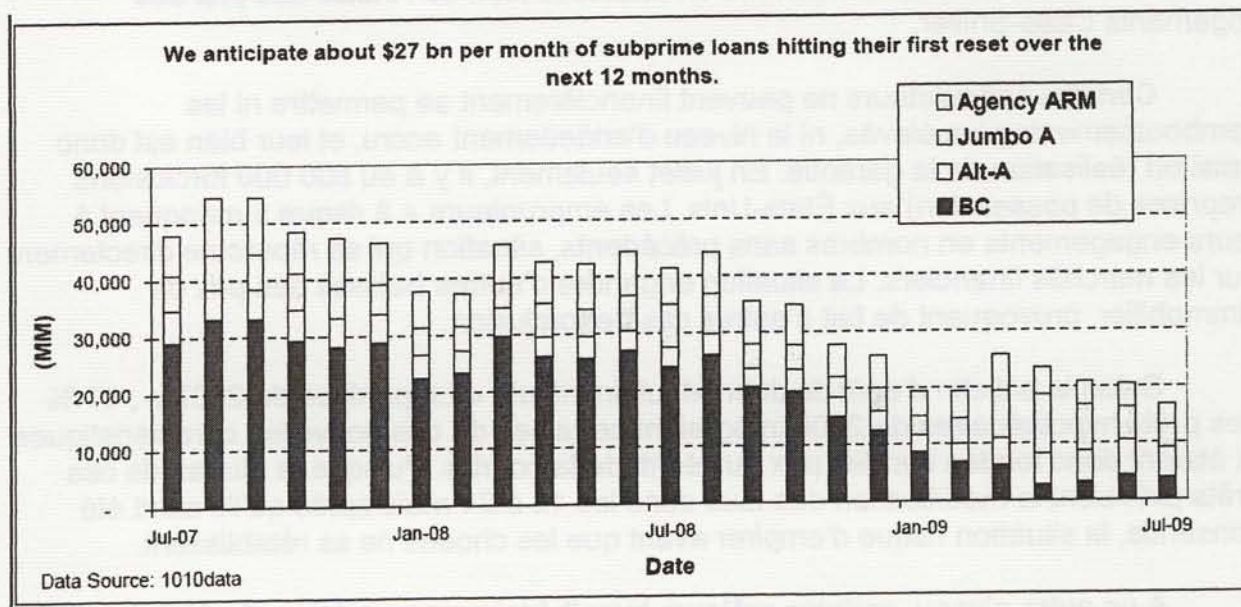
Certains spéculateurs ne peuvent financièrement se permettre ni les remboursements plus élevés, ni le niveau d'endettement accru, et leur bien est donc saisi en réalisation de la garantie. En juillet seulement, il y a eu 800 000 forclusions (reprises de possession) aux États-Unis. Les emprunteurs « à risque » manquent à leurs engagements en nombres sans précédents, situation qui se répercute directement sur les marchés financiers. La situation engendre d'autres baisses des prix de l'immobilier, provoquant de fait d'autres cas de forclusion.

Selon le bulletin d'août de John Mauldin intitulé « La panique de 2007 », 47 % des prêts hypothécaires de 2006 intégraient certaines de ces nouvelles caractéristiques et étaient donc fondés sur des prix au zénith de la courbe. Puisque la plupart de ces prêts prévoient la modification des taux dans les 12 à 24 mois après qu'ils aient été consentis, la situation risque d'empirer avant que les choses ne se rétablissent.

À un autre niveau, certains prêteurs hypothécaires se sont trouvés à découvert en raison de la moins-value des biens immobiliers donnés en garanti. Ces prêteurs « hors normes » ont commencé à se sentir coincés l'hiver dernier. L'augmentation du nombre de créances irrécouvrables a provoqué une crise de liquidités interne, attirant inévitablement des « vautours » à la rescousse. On a ainsi fait appel à des banquiers d'affaires notoires comme Bear Stearns, Merrill Lynch, Morgan Stanley et compagnie pour tenter de renflouer les coffres de ces institutions au bord du gouffre, prêts d'urgence financés par l'émission de titres adossés à des créances (*asset-backed securities*) assortis de la note de solvabilité de l'émetteur (habituellement AAA). Les banquiers ont mis la structure d'endettement au point avec les agences de notation (notamment Standard & Poor's, Moody's et Fitch, qui perçoivent des honoraires pour de telles évaluations) de façon à respecter les exigences minimales qui leur permettraient de conserver une note AAA pour le titre récemment émis. Dans la plupart des cas, l'actif des institutions rescapées a été affecté en garantie des titres adossés à des créances. En d'autres mots, il appert qu'un piètre portefeuille immobilier ait servi une seconde fois de garantie, cette fois-ci garantissant les titres adossés...

John Mauldin\*\* publie le tableau suivant, produit par RBS Greenwich, qui montre le nombre de prêts hypothécaires dont les taux seront modifiés au cours des deux prochaines années.

**Tableau 2**



Compte tenu du nombre très élevé de prêts hypothécaires dont les taux sont appelés à être modifiés au cours des mois à venir, une grande quantité de nouvelles liquidités seront nécessaires à un moment où les notations AAA sont devenues suspectes. Selon RBS Greenwich, on estime que la somme de 27 milliards de dollars par mois devra être refinancée durant l'année qui vient. Par ailleurs, JP Morgan s'attend maintenant à ce que le prix d'une maison moyenne chute de 7,5 % à 15 % d'ici la fin de 2008, tandis que Goldman Sacks croit qu'une baisse pouvant varier de 15 % à 30 % d'ici quelques années est tout à fait probable.

Depuis quelques semaines, nous assistons à une ruée vers la qualité (soit des titres de créances d'État uniquement) à la suite de la perte de confiance dans les agences de notation et du manque de transparence relativement à la question des titres adossés à des créances. Il a été publié que bon nombre de sociétés ouvertes canadiennes avaient acheté de tels titres et d'autres formes de papier commercial pour investir leurs liquidités à court terme. Air Transat, par exemple, a annoncé que plus de la moitié de ses flux de trésorerie de 150 millions de dollars avait été investie dans des titres adossés à des créances et d'autres formes semblables de papier commercial, à court terme uniquement, mais que l'émetteur n'avait pu respecter l'échéance, malgré le fait qu'il s'agissait d'un papier noté AAA!

Heureusement, les flux de trésorerie d'Air Transat sont très solides et la société ne s'en sert pas pour effectuer des règlements d'importance de quelque nature que ce soit. Je suis néanmoins convaincu que d'autres entreprises ne se trouvent pas dans

une situation financière aussi heureuse et sont maintenant dans le pétrin, surtout si elles comptaient recourir à ces liquidités pour acquitter de récentes acquisitions.

La Banque Nationale est la seule banque ayant officiellement révélé que certains de ces titres adossés et autres papiers commerciaux avaient été vendus à des petites entreprises par l'intermédiaire de son réseau de services aux particuliers. Mais d'autres grands acheteurs de ces titres, également connus sous le nom de titres adossés à des créances hypothécaires et titres adossés à des créances mobilières, sont les fonds de couverture dont la popularité ne cesse de croître. Ces derniers ont trouvé presque irrésistibles les papiers notés AAA à rendement supérieur puisqu'ils pouvaient emprunter à concurrence de 90 % de leur valeur du fait qu'ils étaient notés AAA.

Ainsi, pour résumer la situation, les fonds de placement spéculatif ont emprunté à hauteur de 90 % de papiers commerciaux garantis par un prêteur hypothécaire en faillite qui, lui, détenait un portefeuille immobilier qui valait moins que les prêts consentis à des gens qui ne sont pas en mesure de les rembourser! Mais ce n'est pas tout! En raison de la nature audacieuse des gestionnaires de fonds de couverture, pour qui seule la performance importe, le prêt à hauteur de 90 % qu'ils ont pu obtenir en offrant en garantie les titres adossés à des créances « notés AAA », eh bien ces fonds, ils les ont investis sur le marché boursier, par l'intermédiaire de sociétés de placement... et, oui, il est possible de jouer sur marge, c'est-à-dire d'emprunter pour investir, plus de 50 % de la valeur de ce portefeuille de titres. Ainsi, le gestionnaire pourrait avoir investi à hauteur de 140 millions de dollars sur le marché boursier grâce à un prêt de 90 millions de dollars garanti par des titres adossés à des créances apparemment notés AAA de 100 millions de dollars. Voici le hic : combien de fois peut-on emprunter des fonds en utilisant la même garantie (c'est-à-dire une maison ou un bien immobilier)?

Si c'est comme cela que l'on obtient le prix Nobel de finance, eh bien, Houston, nous avons un problème. Est-ce que quelqu'un, est-ce qu'une seule banque peut nous dire combien d'argent de « fiction » circule en ce moment et amplifie la vraie valeur des actifs? À qui pouvons-nous nous fier si nous ne pouvons même pas nous fier à nos propres agences de notation?

Qui aurait cru qu'en 2007, nous verrions des consommateurs assiéger les guichets d'une banque? Et bien, tout récemment, voilà ce qui s'est produit. Les pays étrangers détiennent déjà de ces titres adossés à des créances notés AAA et structurés d'une façon que l'on peut qualifier de novatrice, à tout le moins. Leur effet risque de se propager tel un virus et a le potentiel de contaminer le système bancaire et l'économie de ces pays.

## La Fed à la rescousse

Alors que M. Bernanke (président de la Réserve fédérale américaine) croyait qu'il aurait à composer avec une inflation qui l'amènerait peut-être à hausser le taux directeur, il a en fait été confronté à une grave crise de liquidités et a dû choisir le moindre de deux maux, soit la reflation. Les taux d'intérêt ont donc été réduits de 50 points de base ( $\frac{1}{2}$  %), probablement le premier rabaissement d'une série à venir. Accroître les liquidités peut peut-être sembler facile à prime abord, mais lorsque vous êtes confronté à des déficits budgétaires et commerciaux chroniques, que votre économie est anémique, et que votre devise traverse une période de faiblesse depuis quelques années, imprimer plus d'argent devient une solution discutable. Il faut se rappeler qu'en présence d'une monnaie fragilisée, les acheteurs de titres de créance à faible taux se font plus rares.

Les deux plus importants titulaires de billets du Trésor américain, la Chine et le Japon, qui en comptent pour plus d'un billion de dollars chacun, sont peu susceptibles en ce moment d'en acheter davantage puisque leur valeur diminue en parallèle avec celle du billet vert. Ce serait pire encore s'ils devaient se mettre à vendre, le ciel nous en préserve! Un taux d'intérêt plus élevé pourrait attirer quelques acheteurs, mais cela sera-t-il suffisant? N'oublions pas qu'un taux plus élevé pourrait être désastreux pour l'économie nationale. Il me semble inévitable que la courbe de rendement s'accroît au cours des quelques prochaines années, ce qui signifie que les taux d'intérêt grimperont probablement pour ce qui est des obligations à plus long terme, mais ils demeureront peut-être faibles pour le papier à court terme.

La réduction du taux directeur pratiquée par M. Bernanke le 18 septembre dernier a eu d'autres effets, notamment la dilution de la monnaie et sa conséquence, l'inflation. Étant donné que plus de 70 % des biens de consommation aux États-Unis sont importés, un dollar plus faible signifie qu'il en coûte plus cher au consommateur d'acheter de tels biens, ce qui entraîne une inflation. Un consommateur très endetté pourrait ne pas être en mesure de soutenir de ce rythme très longtemps, ce qui pourrait mener à une accumulation de stocks, suivie de mises à pied qui freineraient encore plus la consommation. Lorsqu'on emprunte une telle pente, les risques de dérapage croissent (je parle ici de récession).

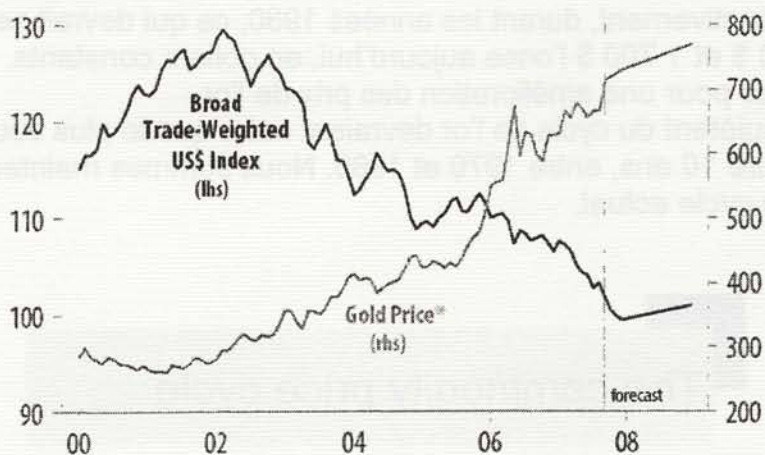
## L'inflation américaine et le billet vert

Comme nous l'expliquions ci-dessus, la dévaluation du dollar américain stimule l'inflation, du moins à l'échelle locale. Le simple fait que tous les produits de base (métaux, denrées et produits agricoles) sont libellés en dollars US signifie aussi qu'ils deviennent, pour la plupart, moins chers pour les acheteurs étrangers dont la devise prend de la vigueur par rapport au billet vert. En d'autres termes, il leur faut dépenser moins de leurs propres devises pour acheter un dollar US, donc les produits de base deviennent plus abordables ce qui, par conséquent, stimule la demande étrangère. Une demande accrue favorise une hausse conséquente des prix. Ce fait revêt une

importance particulière étant donné l'appétit asiatique pour la plupart des produits de base comme l'énergie, les produits d'agriculture, les matériaux, les métaux précieux et ainsi de suite. Tout le monde sait que le prix de tous ces produits augmente progressivement depuis quelques années, et ils ne sont pas près de reculer. Bien que le prix de la plupart de ces produits ait augmenté, l'or, lui, traîne du pied... Son prix n'a en effet que triplé comparativement aux prix du zinc, du cuivre, du nickel, du maïs, du blé, etc. qui, eux, ont quadruplé et plus. Les titres aurifères ont sous-performé les métaux de base parce que le prix de l'or a sous-performé les autres métaux. Les coûts d'exploitation d'une mine – qu'il s'agisse d'une mine d'or, d'uranium, de zinc, de cuivre ou de nickel – sont semblables, mais les recettes dégagées par les mines d'or n'ont pas progressé aussi rapidement, ce qui se reflète dans les bénéfices. La situation pourrait bien changer durant les mois à venir comme l'or pourrait fort bien surperformer les autres métaux, compte tenu du fléchissement de la devise américaine et du ralentissement de l'économie de ce pays (entraînant une réduction de la consommation domestique de métaux de base et un risque accru d'inflation ou de crise financière).

**Tableau 3**

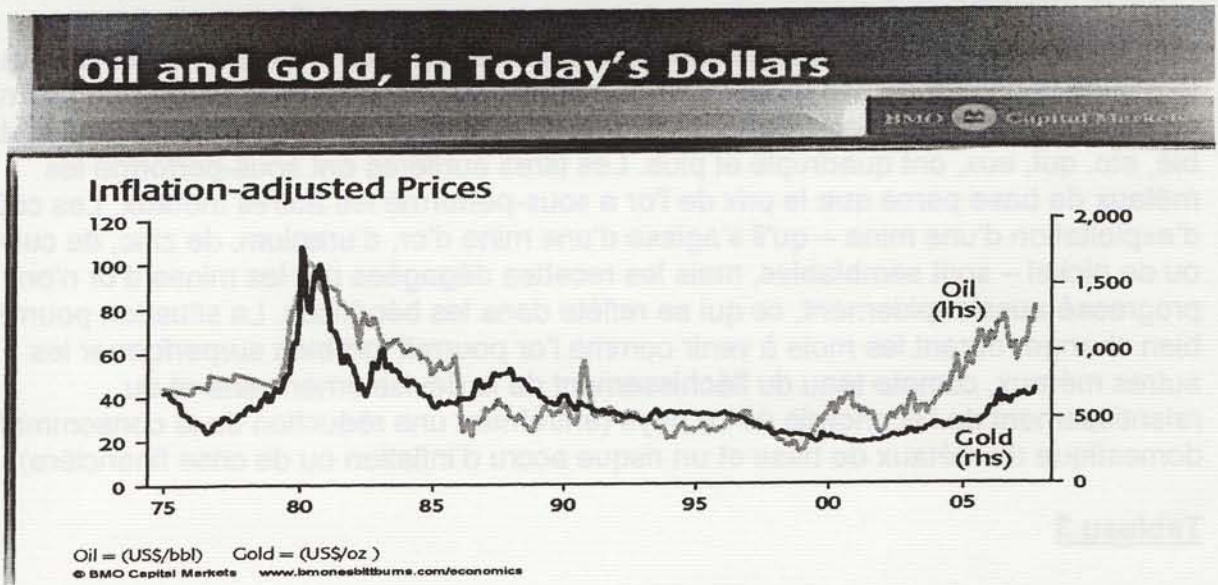
**Dollar Down, Gold Up**



\* (US\$/oz)  
 © BMO Capital Markets [www.bmonesbittburns.com/economics](http://www.bmonesbittburns.com/economics)



**Tableau 4**



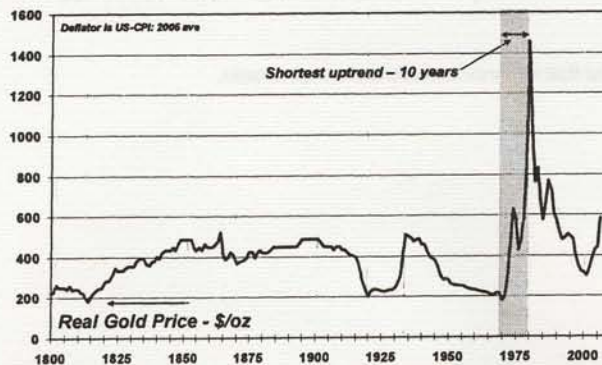
Pour ceux qui s'inquiètent du coût de l'or, nous devons dire que vous vous êtes probablement inquiétés aussi du coût du pétrole lorsque celui-ci a atteint 40,00 \$ le baril.

Les prix du pétrole et de l'or ont atteint un prix moyen de trois mois de 40,00 \$ et de 650 \$ l'once, respectivement, durant les années 1980, ce qui devrait se traduire par des prix d'environ 100 \$ et 1 700 \$ l'once aujourd'hui, en dollars constants. Il reste beaucoup de place pour une amélioration des prix de l'or.

Ceux qui s'inquiètent du cycle de l'or devraient noter que le plus court de tous les cycles de l'or a duré 10 ans, entre 1970 et 1980. Nous sommes maintenant dans la sixième année du cycle actuel.

**Tableau 5**

## The commodity price cycle



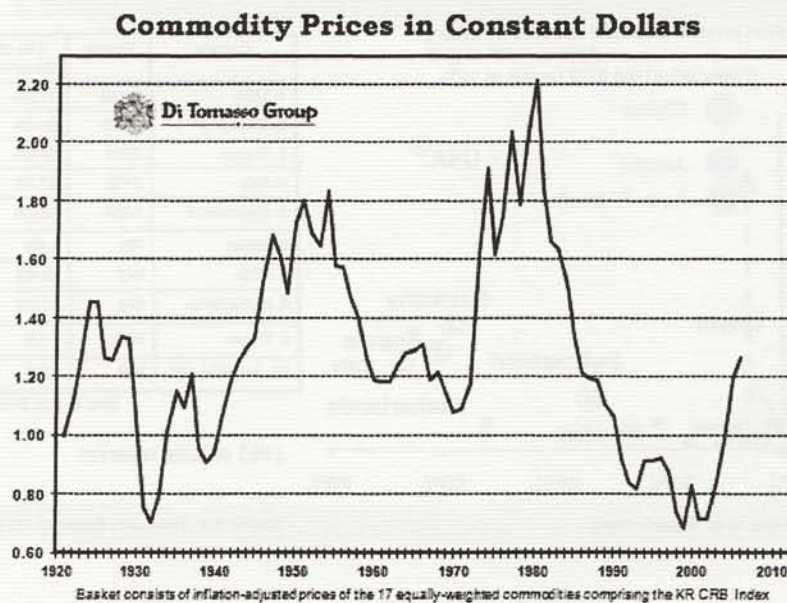
13 FOR ADVISOR USE ONLY

Source: Dr. Martin Murenbeeld, Chief Economist

Notre dernier bulletin faisait ressortir trois éléments particuliers qui devaient être réunis pour assurer un retour de l'inflation, soit des prix plus élevés pour l'énergie, conjugués à des prix plus élevés pour les denrées et à une création monétaire outrancière. Qui aurait cru que six mois à peine plus tard, malgré des prix d'énergie et de biens agricoles à la hausse nous assisterions à un repli marqué des taux d'intérêt, à une croissance des liquidités et à une dévaluation du dollar américain?

Nous aimerions tous penser que les prix des produits de base ont atteint leur limite, en termes de dollars réels, mais l'histoire nous suggère qu'ils peuvent encore grimper sensiblement avant que notre pouvoir d'achat ne soit aussi gravement érodé qu'il ne l'a été durant les années 1970-1980 (tableau 6).

**Tableau 6**



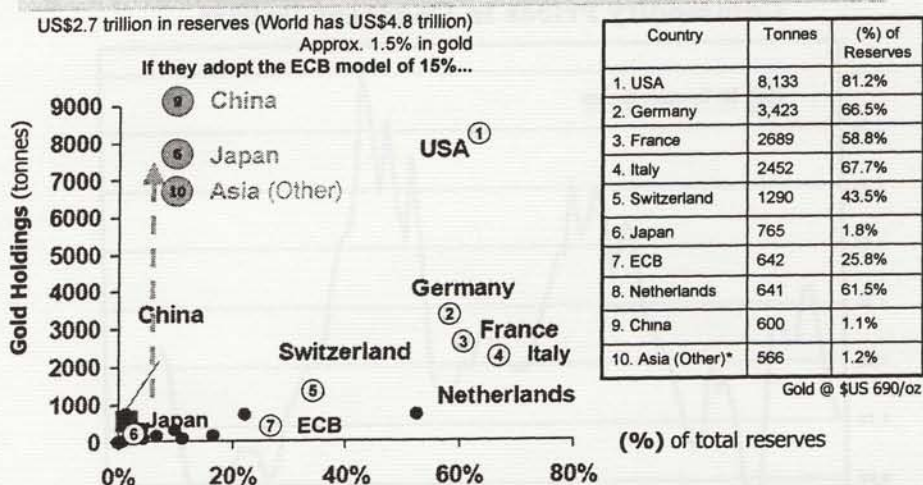
Les prix des denrées se sont emballés en 2007 malgré le fait que l'année a été très productive pour les récoltes en Amérique du Nord. Il est à espérer que des grandes sécheresses nous seront épargnées durant les années à venir! Mais qu'arrivera-t-il si Dame Nature se tourne contre nous alors que la surcapacité s'est évaporée?

## Conclusion : L'OR

Nous ne devons pas fermer les yeux devant la réalité. Votre meilleure protection demeure l'or et les autres produits de base. Nous croyons toutefois que votre compartiment de titres à revenu fixe, même s'il ne dégage qu'un revenu modéré, devrait prendre de l'expansion à mesure que le cycle atteint ses limites. Comme nous le mentionnions, le Japon et la Chine sont les plus importants détenteurs de billets du Trésor américain, mais ils possèdent très peu d'or en pourcentage de leurs réserves

## Tableau 7

### Holdings at Central Banks



\*Includes Hong Kong, Korea, Singapore, Taiwan

Source: IMF, Macquarie Research, Q1 2007

Puisque l'or est une protection naturelle contre le dollar américain (tableau 3), la question n'est pas probablement « si », mais bien « quand » la Chine et le Japon achèteront le métal jaune, et « pour combien ».

Étant donné votre profil, le compartiment de titres à revenu fixe devrait s'accroître d'environ 5 % (échéances inférieures à 5 ans pour l'instant). Cette croissance pourra se réaliser en retranchant vos positions en fiducies de revenu de services publics (Algonquin, Epcor et Fort Chicago Energy) de la même proportion, soit 5 % (d'un sommet de 15 %). Profitez de la période de vente pour fins fiscales qui approche pour rééquilibrer les pondérations de votre portefeuille, et prévoyez une exposition aux secteurs sensibles à l'inflation, dans les proportions générales suivantes :

- 6 % à 8 % – or : Barrick Gold, Gold Corp., Agnico Eagle Mines, Virginia Mines
- 6 % – métaux de base : Teck Corporation, Sherritt International, Uranium Participation Corp. Quadra Mining
- 4 % – agroalimentaire : Vittera (Saskatchewan Wheat Pool), fonds indiciel Market Vectors-(agroalimentaire)
- 8 % à 10 % – énergie : Suncor, Canadian Oil Sands, Petro-Canada, Imperial Oil, Crescent Point Energy

Pour ce qui est des financières, avec notre exposition moyenne de 17 %, nous sommes sous-pondérés par rapport à la pondération de 34 % de l'indice TSX. Nous privilégions toutefois les assureurs aux banques pour l'heure, et nous serions prêts à vendre notre position dans la Banque Nationale. Si jamais une banque canadienne se trouve sérieusement pincée en raison de la crise du marché des prêts à risque, je crois que toute la question des fusions de banques canadiennes sera ravivée, mais abordée cette fois-ci sans doute avec un esprit bien plus ouvert tant de la part du public que de l'État, surtout si cela peut rassurer les déposants. Pour le moment, la Banque de Montréal et la Banque Nationale seraient les deux plus vulnérables à une prise de contrôle.

Les titres ferroviaires (Canadien National ou Canadien Pacifique, ou les deux) demeurent des placements de base pour tout portefeuille. Dans le secteur de la consommation, nous privilégions toujours Metro et Alimentation Couche-Tard et nous aimons aussi Thompson Corporation.

Il convient de noter que nous sommes d'avis que les marchés sont devenus plus volatiles dernièrement, ce qui est caractéristique d'un cycle prolongé. Il n'en demeure pas moins que nous traversons une des périodes d'expansion économique les plus longues que le monde ait jamais connu, alimentée par les économies asiatiques en plein essor, économies qui représentent quelques deux milliards et demi d'habitants. Des occasions se présenteront assurément, lorsqu'inévitablement, le marché connaîtra une correction. À plus long terme, nous croyons que les perspectives demeurent positives, justifiant le maintien d'une démarche de placement stratégiquement équilibrée pour votre portefeuille.

## RÉPARTITION DE L'ACTIF DU PORTEFEUILLE MODÈLE

### Portefeuille de revenu

### Portefeuille équilibré

**Mars 2007 Sept 2007**

**Mars 2007 Sept 2007**

15%	15%	LIQUIDITÉS (OÉC, OÉQ,B.duT.)	10%	15%
40%	45%	REVENU FIXE (OBLIGATIONS)	25%	25%
20%	15%	DÉBENTURES CONVERTIBLES ET AUTRES TITRES À REVENU	20%	15%
15%	15%	ACTIONS	35%	35%
10%	10%	TITRES ÉTRANGERS	10%	10%