

Octobre 2006

Bulletin #36

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

À LA CROISÉE DES CHEMINS

Depuis 18 mois nous sonnons l'alerte sur les risques entourant l'économie américaine, qui est intimement lié à la nôtre. Le gonflement des déficits publics, la croissance des dettes des ménages au titre de la consommation, la bulle immobilière qui ne cesse de prendre de l'ampleur, la surchauffe des prix de l'énergie, voilà tous des facteurs qui pourraient pousser l'économie américaine et celles qui lui sont liées au bord de l'abîme.

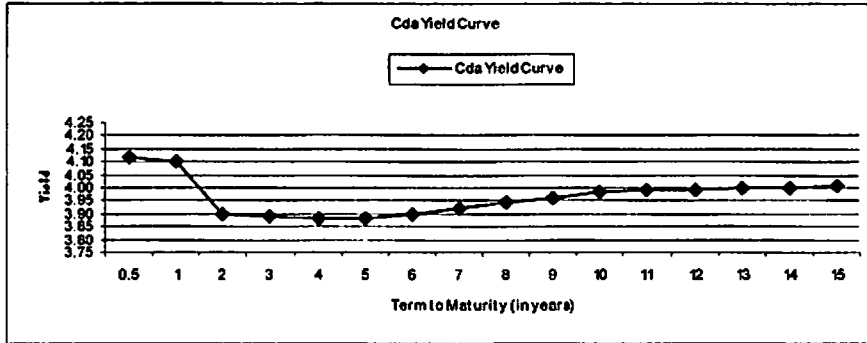
Dans nos trois derniers bulletins, nous avons fait le point sur ces menaces croissantes. Pour y faire face, nous avons décidé de maintenir une sous-pondération dans les secteurs les plus vulnérables sans toutefois les éviter entièrement. Une telle stratégie nous a ainsi permis de participer à la croissance en gardant la volatilité en sourdine. Aujourd'hui, nous sommes confrontés à de mauvaises nouvelles mais aussi à de bonnes. Du côté négatif, l'économie ralentit. Mais du côté positif, il ne s'agit *que* d'un ralentissement, c'est-à-dire que les marchés pourraient faire un pas ou deux en arrière avant de reprendre sa marche avant. Sherry Cooper, économiste en chef de BMO Nesbitt Burns, et Ben Joyce, stratège, croient tous deux en la possibilité d'un atterrissage en douceur.

Il aura fallu dix-sept hausses consécutives des taux avant que la Réserve fédérale américaine n'y mette un terme. M. Bernanke, le président, n'avait pas l'appui unanime des membres de la Fed lorsqu'il a pris cette décision, mais elle s'est révélé la bonne. Et voilà maintenant que certains membres parlent déjà d'un assouplissement! L'assouplissement du crédit pourrait probablement aider à éviter une récession, mais des prix de l'énergie moins élevés y parviendraient aussi... et seraient sans doute le meilleur moyen. En effet, des prix de l'énergie moins élevés atténuent la pression des coûts pour les consommateurs, augmentant leur revenu disponible.

Le maintien du cycle de hausses aurait pu déclencher un effondrement du marché immobilier, de graves difficultés financières et une perte de confiance des consommateurs, levant le spectre d'une dépression économique, mais maintenir les taux à leur niveau actuel pour quelque temps ne devrait pas donner une nouvelle vie à la bulle immobilière.

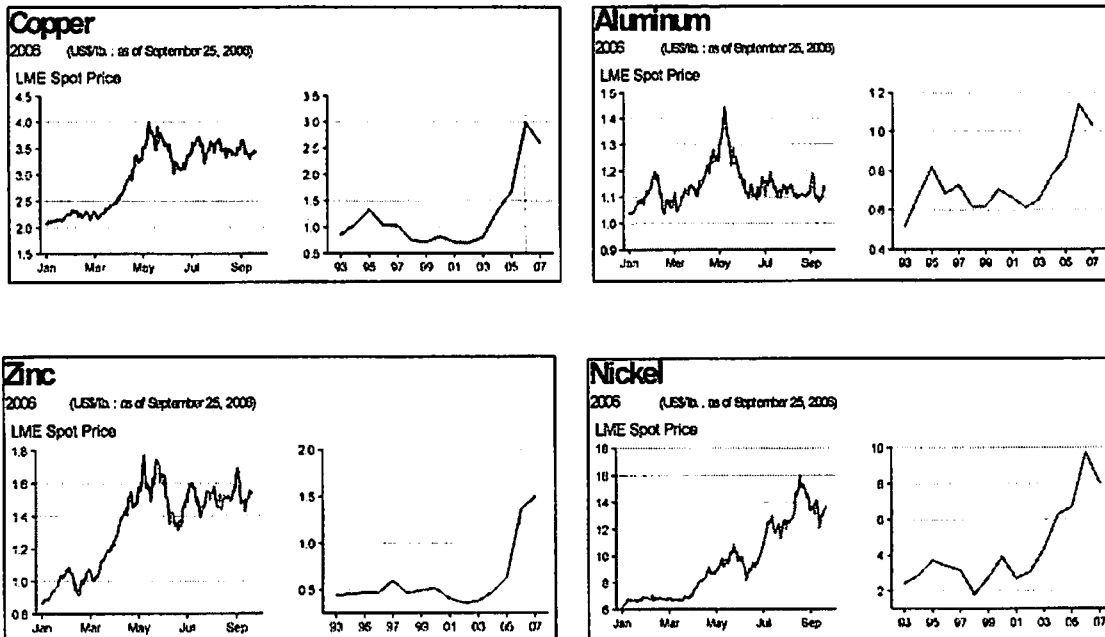
Aux États-Unis, la récente chute du rendement des obligations à 10 ans, qui est passé de 5,25 % à 4,45 %, laisse supposer qu'un ralentissement se trame encore. Néanmoins, la courbe de rendement inversée qui en découle (lorsque les taux à court terme sont plus élevés que ceux à long terme) pousse certains prévisionnistes à déclarer qu'une récession est à prévoir. La prochaine décision qui sera prise à l'égard des taux sera sans doute à la baisse.

Tableau 1 – Courbe de rendement (Source: Reuters et BMONB Economic Research)



La courbe de rendement actuelle pourrait évoluer pour ressembler à un bossu au cours des mois à venir alors que la possibilité d'une déflation ou d'une stagnation de l'économie pourrait revenir hanter la Fed et les économistes, ce qui provoquera la baisse des taux tant à court qu'à long terme. Un tel mouvement agirait comme un coup de fouet et pourrait fort bien stimuler une reprise du marché en fonction de fondamentaux plus solides, c'est-à-dire des bénéfices plus élevés et un coefficient de capitalisation élargi. Jusqu'à ce moment, toutefois, nous devons composer avec des niveaux de prix insoutenables pour les produits de base. Le ralentissement actuel devrait aider à corriger ces excès.

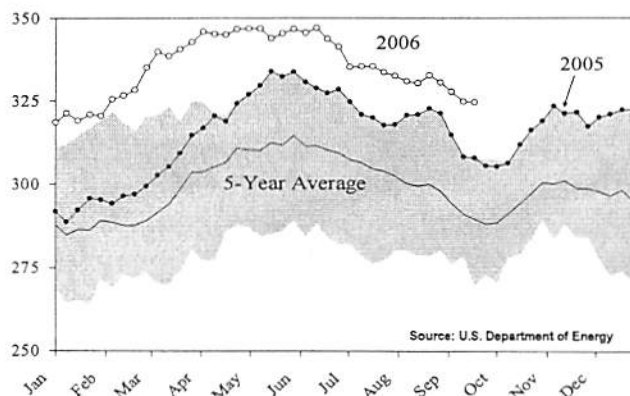
Tableau 2 (Source: BMO Capital Markets, The Goods, September 26, 2006)



Les prix de l'énergie, qui ont atteint des sommets sans précédents après le passage de l'ouragan Katrina l'an dernier, ont fluctué dans différentes directions au cours de l'année. Le prix du gaz naturel, pour sa part, a piqué du nez alors que les

réerves ont été augmentées en prévision d'une autre saison estivale orageuse qui, heureusement, ne s'est pas concrétisée. Entre-temps, le prix du pétrole est demeuré élevé compte tenu de l'instabilité politique à l'échelle mondiale – pensons au programme d'enrichissement de l'uranium en Iran et au conflit entre Israël et le Liban, entre autres. Selon la plupart des experts, la prime géopolitique touchant le prix du brut pouvait varier de 15 \$ à 20 \$ le baril. À l'instar des tensions politiques, les prix du pétrole se sont un peu estompés pour le moment, passant d'un sommet d'environ 75 \$ le baril à environ 60 \$ le baril aujourd'hui. Un fléchissement plus prononcé pourrait survenir, principalement en raison des stocks excédentaires accumulés.

Tableau 3- Oil Inventories vs. 5-year average

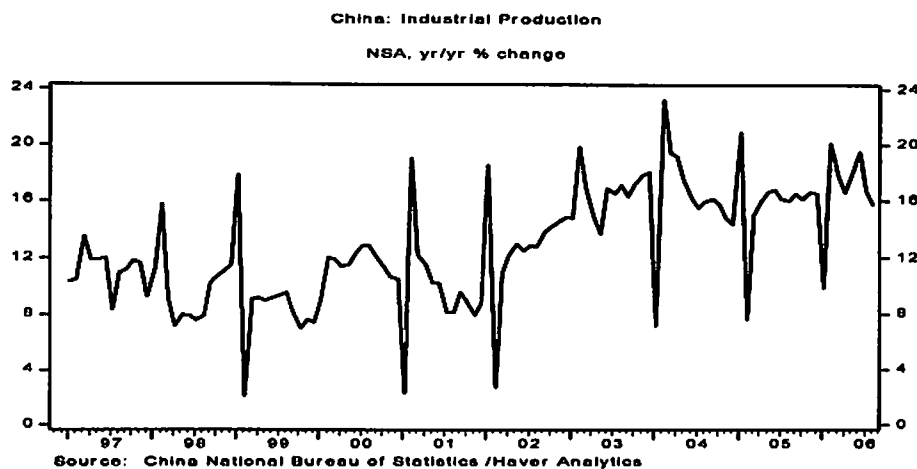


Dans le bulletin n° 34, nous avons discuté de ce thème, en nous demandant pendant combien de temps encore le marché oublierait le fait que les stocks se situaient bien au-dessus des moyennes sur cinq ans. De récents événements nous portent à croire que le marché pourrait aujourd'hui commencer à y prêter attention.

D'abord, British Petroleum a annoncé, le 10 août dernier, qu'elle avait cessé toutes ses activités à Prudhoe Bay en Alaska, signalant qu'il faudrait maintenant trouver le moyen de remplacer jusqu'à 400 000 barils par jour – rapidement. Près de la moitié de la production a repris le 28 août – un autre tiers de la capacité a été rétabli le 22 septembre. Le marché a absorbé cette pénurie inattendue avec une grande aisance, comme si rien ne s'était produit, ce qui sous-entend que les réserves sont assez abondantes.

Ensuite, le 18 août dernier, alors qu'on ne s'y attendait pas, la Banque populaire de Chine a haussé une fois de plus son taux directeur, cette fois-ci de 27 points de base (soit un peu plus de 0,25 %), révélant la détermination de ses dirigeants financiers à contenir la croissance. Cette mesure pourrait ralentir la croissance du PNB, qui avait passé le cap des 10 % au cours du deuxième trimestre. Elle pourrait également freiner la croissance de la demande en pétrole de la Chine.

Tableau 4



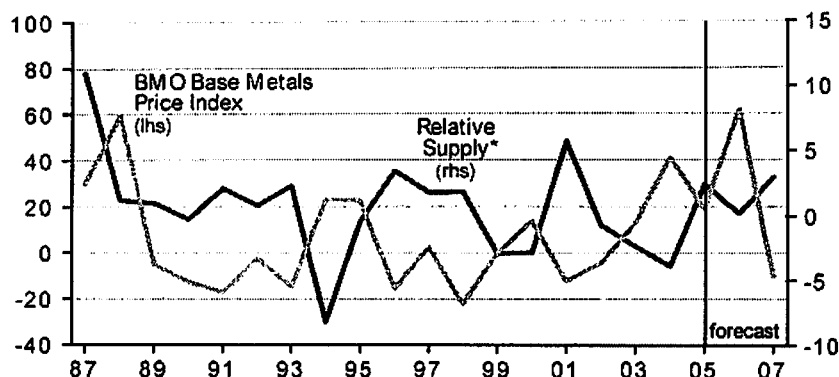
Par ailleurs, les indices de la production industrielle et des prix à la consommation de la Chine ont commencé à montrer des signes de repli dès juillet. Un ralentissement de la croissance de la demande en pétrole en Chine alors que les réserves sont supérieures aux moyennes de cinq ans pourrait exercer davantage de pression à la baisse sur les prix, du moins à court terme.

Enfin, nous amorçons une saison creuse pour la consommation d'énergie en raison des températures relativement clémentes, mais la situation pourrait à nouveau changer dès que la froidure frappera de nouveau à nos portes.

Tous ces facteurs, alliés à un ralentissement de l'économie américaine, pourraient faire tomber encore le prix du pétrole, qui sait, peut-être abruptement, avant qu'il ne reprenne son ascension. Il faut cependant comprendre que, bien que l'OPEP ne pouvait rien devant la flambée des prix du pétrole, provoquée par une très mince capacité de réserve dans le secteur, **le cartel peut très bien réduire la production de façon à soutenir les prix.**

Tableau 5 (Source: BMO Capital Markets, The Goods, September 26, 2006)

Metal Supply/Demand Balance Improving
(y/y % chng)



* Supply growth – Demand growth (Aluminum, Copper, Zinc, Nickel & Lead)

Les métaux de base sont confrontés à une situation semblable, mais les stocks ne sont pas aussi importants que ceux du secteur de l'énergie. Grâce à une amélioration de l'équilibre entre l'offre et la demande pour la plupart des métaux de base, une correction sur le plan des prix est inévitable, mais certes pas au niveau que nous avons connue il y a quatre ou cinq ans. La Chine ne réduira pas massivement sa demande en énergie ou en métaux, mais le rythme, qui était effréné, devrait tout de même reprendre une cadence plus modeste, à un moment où l'économie américaine connaît également un ralentissement. Entre-temps, la baisse du prix du pétrole devrait avoir une incidence positive sur les coûts de production alors qu'une majorité d'entreprises présentent de solides bilans et un faible niveau d'endettement et, en plus, ont de l'argent plein les poches. Remarquez que les titres de bien des producteurs de métaux de base transigent à de très faibles coefficients de capitalisation, actualisant les prix moins élevés. Le cuivre étant le métal le plus vulnérable en raison de sa dépendance sur les mises en chantier, les titres de ce secteur sont les plus volatiles du groupe. Le titre de Quadra Mining, par exemple, se négocie à un très faible coefficient de capitalisation des bénéfices de 2007, soit 2,5, en fonction d'un prix de 3,50 \$ la livre de cuivre.¹ Bien entendu, si le prix du cuivre se replie à 2,25 \$ la livre, disons, le cours du titre pourrait chuter de façon marquée tout en conservant un coefficient de capitalisation attrayant. Ce qui importe réellement, toutefois, est l'évolution à long terme des prix des métaux. Nous croyons certes que les prix des métaux de base pourraient faire l'objet d'une correction, mais ils devraient néanmoins demeurer relativement élevés comparativement aux moyennes historiques.

Les entreprises pourraient réévaluer l'opportunité de bâtir ou d'acquérir. Étant donné les coûts si élevés sur le plan des matières et de la construction, des pénuries de main-d'œuvre, des expertises environnementales qui n'en finissent plus et une réglementation de plus en plus sévère en matière de protection de l'environnement, nous pouvons prévoir que tout fléchissement des prix des actions ferait rêver plus d'un

¹ BMO Capital Markets, August 15, 2006 Research Report, Quadra Mining

acquéreur. Ces derniers, évitant les risques d'entreprendre et de construire ainsi que les maux de tête occasionnés par les tracasseries écologiques, pourraient immédiatement augmenter à la fois les réserves et la production sans même accroître la capacité globale, restreignant l'offre. De plus, bon nombre d'entre eux disposent de liquidités importantes et pourraient employer leurs propres titres comme monnaie ou pour financer des prêts à faible taux d'intérêt. Une telle stratégie éliminerait également au moins un concurrent, améliorant le contexte des prix pour les autres intervenants, qui seraient alors mieux en mesure d'absorber toute hausse future des prix de l'énergie. Les prix de l'énergie qui sont actuellement à la baisse pourraient également aider à réduire les frais d'exploitation, du moins à court terme, et ainsi justifier les regroupements.

Il se peut fort bien que nos deux économies nord-américaines évitent une récession, mais il semble évident qu'une certaine contraction s'amorce, tant au Canada qu'aux États-Unis. Les marchés boursiers canadiens pourraient être plus vulnérables, l'indice affichant une pondération considérable dans les secteurs de l'énergie et des matériaux. Par ailleurs, compte tenu de sa sous-performance relative par rapport au marché canadien depuis quelques années, le marché américain pourrait être plus attrayant, toutes proportions gardées. Comme le huard oscille autour des 90 cents US, les risques sur le plan de la monnaie ne posent plus aujourd'hui les mêmes difficultés qu'auparavant pour les Canadiens. Le dollar US n'est toujours pas hors de danger. Étant donné l'importante augmentation de la dette étrangère depuis quelques années, à laquelle on ajoute un déficit annuel croissant, les remboursements de la dette chez nos voisins du Sud ont surpassé les revenus que le pays a gagnés de placements étrangers d'environ 2,5 milliards de dollars au deuxième trimestre de 2006 pour la première fois en 90 ans. Jim O'Neil, chef économiste chez Goldman Sacks à Londres, s'inquiète de la solvabilité du pays et du billet vert si la tendance se maintient.² Pour la première fois depuis plusieurs années, toutefois, nous allons proposer d'investir – modérément – dans des actions américaines, mais dans des secteurs qui ne sont pas bien représentés au Canada, notamment dans des entreprises qui présentent un bilan sain, un faible niveau d'endettement et de solides flux de trésorerie, de façon à assurer une meilleure diversification. Dans le même ordre d'idées, nous croyons qu'il serait judicieux d'établir une meilleure diversification géographique en investissant hors É.-U., notamment au Japon, afin de profiter du renouveau dans la direction du pays, assuré par le nouveau premier ministre Shinzo Abe, qui hérite d'une assise économique stable que lui lègue son prédécesseur, M. Koizumi.

Conclusion:

Résumons la situation : nous devrions voir des taux d'intérêt stables et peut-être même moins élevés en 2007 (bonne nouvelle), et nous devrions assister à une baisse du prix du pétrole et, dans une moindre mesure, de ceux des métaux de base (bonne/mauvaise nouvelle). Bien que ce contexte soit susceptible de ralentir la croissance du bénéfice pour les entreprises de ces secteurs d'activité, il devrait permettre à l'expansion économique mondiale de se poursuivre, bien qu'à un rythme

² *Wall Street Journal*, "U.S. Foreign debt obligations finally coming home to roost", le lundi 25 septembre 2006.

moindre, et profiter aux utilisateurs de tels biens en rehaussant leur rentabilité (bonne nouvelle).

Nous pouvons également espérer éviter un atterrissage brutal pour le marché immobilier, sachant que l'inflation des prix devrait être contrôlée, du moins pour l'avenir prévisible (bonne nouvelle).

Il est aussi plus que probable que la consolidation s'accélénera alors que les marchés boursiers se replieront du fait que la tendance à long terme demeure intacte (bonne nouvelle).

Donc, comme nous assistons à la plus importante croissance des liquidités à l'échelle mondiale de tous les temps, sans inflation, et que quelques millions de personnes viennent s'ajouter chaque semaine à la classe moyenne, nous ne pouvons guère nous inquiéter de quelques corrections à court terme dans cette nouvelle économie mondiale interdépendante.

Le Canada est un grand pays, mais il est en voie de devenir la victime de sa propre réussite. La perte d'entreprises comme Dofasco, Falconbridge et Inco ne marque que le début d'une nouvelle vague de consolidations à l'échelle mondiale qui favorisera les régions politiquement stables du monde, où se trouvent de grandes réserves de ressources prouvées.

Les prix des produits de base devraient être appuyés par les infrastructures en développement en Inde, en Chine et dans d'autres marchés émergents. Par ailleurs, de nouvelles réglementations en matière de protection de l'environnement instaurées dans les années 1990 signifient que bon nombre de projets de mise en valeur de nouveaux gisements miniers ou pétrolifères ne pourront voir le jour sans l'apport des prix plus élevés, après quoi tout ne sera qu'une question d'offre et de demande.

Notre stratégie de placement consiste donc à maintenir des placements dans des entreprises de ressources dont le profil correspond à cette description, c'est-à-dire qui possèdent des réserves en place reconnues, un bilan sain et de solides flux de trésorerie et un niveau d'endettement négligeable, et dont le titre est peu transigé et présente des multiples relativement faibles. Dans ce groupe, nous tablons sur Suncor, Canadian Oil Sands, Petro-Canada, Teck Corp et Alcan. En remplacement de Inco, nous considérons les titres de Phelps Dodge et Inmet Mining.

Les thèmes de déflation et de stagnation feront tout probablement la une à quelques reprises encore alors que la correction suit son cours. En ce moment, votre meilleure protection sera les obligations à long terme ou les fiducies de revenu de services publics de premier ordre. Dans ce groupe, nous détenons Epcor, Innergex, Northland Power et Algonquin Power, représentant le secteur de l'électricité, Pembina Pipelines, Gaz Métro et Fort Chicago Energy, représentant le secteur des pipelines, et Bell Alliance ainsi que Yellow pages pour le secteur des communications.

Si l'histoire peut servir de guide, les financières tendent à surperformer une fois que la Fed met fin à un cycle de resserrement. Des taux d'intérêt moins élevés

accroissent les marges d'exploitation des banques, et le rendement boursier élevé de celles-ci devient encore plus alléchant pour les investisseurs. Dans ce groupe, nos choix s'arrêtent sur BMO Groupe financier, la Banque Scotia, la Financière Manuvie, Power Corporation du Canada et l'Industrielle Alliance.

Au chapitre des industrielles, nous accordons la faveur aux titres du CN et du Groupe Laperrière et Verreault (GLV); dans le secteur des biens de consommation non durables, nous avons une pondération dans Métro et nous pourrions envisager d'ajouter des participations aux États-Unis afin d'accroître la diversification dans le marché américain. Le Fonds d'actions japonais de Guardian, Groupe de Fonds, est notre choix pour la diversification à l'étranger.

Pour ce qui est de l'or, nous demeurons convaincus qu'une pondération de 5 % est justifiée, compte tenu du risque de la dévaluation du dollar américain ou du rééquilibrage des réserves des banques centrales du Japon ou de la Chine, ou d'une combinaison de ces facteurs. Dans ce groupe, nous tablons sur Barrick et Goldcorp.

RÉPARTITION DE L'ACTIF DU PORTEFEUILLE MODÈLE

Portefeuille de revenu

Portefeuille équilibré

Mar 2006	Oct 2006		Mar 2006	Oct 2006
5%	5%	LIQUIDITÉS (OÉC, OÉQ,B.duT.)	5%	5%
45%	45%	REVENU FIXE (OBLIGATIONS)	25%	25%
25%	25%	DÉBENTURES CONVERTIBLES	25%	20%
		ET AUTRES TITRES À REVENU		
15%	15%	ACTIONS	35%	40%
10%	10%	TITRES ÉTRANGERS		10%