

AVRIL 2006

BULLETIN # 35

TABLE DES MATIÈRES

1. L'ÉCONOMIE ET LES MARCHÉS
 - Commentaires
 - Conclusion

2. RÉPARTITION DE L'ACTIF DU PORTEFEUILLE MODÈLE
 - Portefeuille équilibré
 -
 - Portefeuille de revenu
 -

3. REVUE DU PORTEFEUILLE MODÈLE ET MODIFICATIONS
 - Placements à revenus (tableau)
 -
 - Titres canadiens
 -
 - Titres étrangers
 -

4. TABLEAUX ET GRAPHIQUES
 - Performances historiques
 - Composition du portefeuille modèle

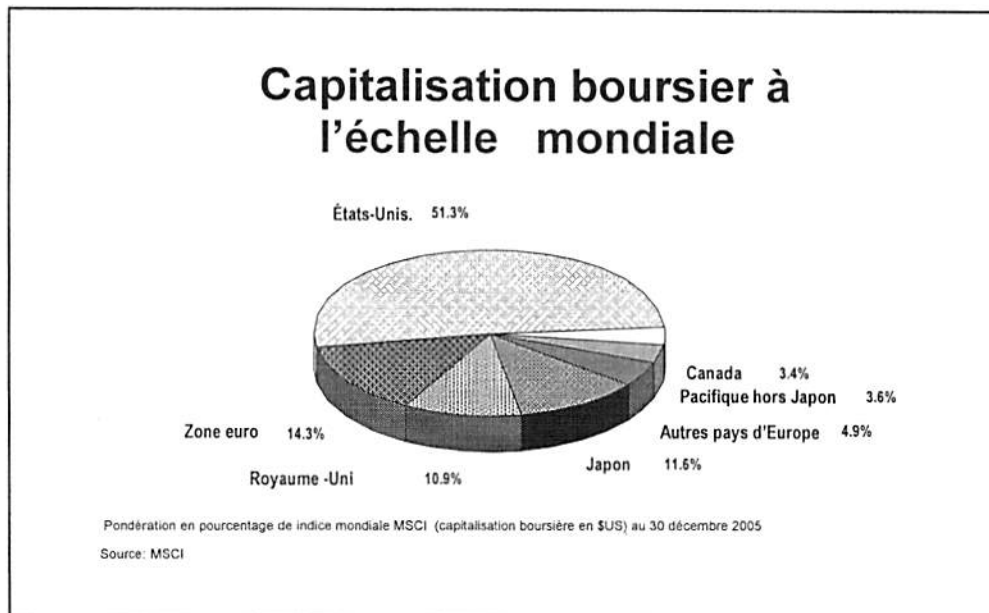
Site internet : www.pierremorin.com

PAUSE STRATÉGIE 7^{IÈME} MANCHE

Depuis trois ans maintenant, le marché boursier au pays affiche un rendement impressionnant, et les investisseurs canadiens en ont profité. Alors que la performance économique de nos plus proches partenaires commerciaux (les États-unis) ait été bonne, elle n'est pas reflétée dans le cours des titres dans la même mesure. Alors que les multiples cours/bénéfices se contractent aux États-unis, les nôtres semblent prendre de l'expansion. À prime abord, les marchés américains semblent peut-être plus attrayants, mais cela pourrait aussi indiquer un manque d'intérêt de la part des investisseurs étant donné la situation générale de l'économie américaine et ses perspectives à long terme. La tendance baissière qu'accuse la monnaie américaine pourrait également se révéler la conséquence de ce manque de confiance persistant. En outre, les rendements obligataires à long terme qui demeurent encore faibles pourraient également être le reflet d'un manque de confiance de la part des investisseurs qui croient que 4,75 % sur 20 ans est un taux attrayant!?! Peut-être que ces investisseurs craignent que la sécheresse économique qu'a connu le Japon pendant 15 ans (entre 1990 et 2005), et qui a ramené les taux à zéro, pourrait se produire ici aussi. Après tout, il y a déjà plus d'une décennie que le Japon a instauré une politique de taux d'intérêt nuls (0%)!

Dans le 32^e numéro de notre bulletin, nous avons traité du recul de la part occupée par le marché américain à l'indice Mondiale MSCI (Morgan Stanley Capital International) Monde, qui avait atteint 58 %, un record de tous les temps, vers la fin des années 1990 avant de chuter à 55 % en juillet 2004 puis à 51 % aujourd'hui (se reporter au tableau #1).

Tableau #1



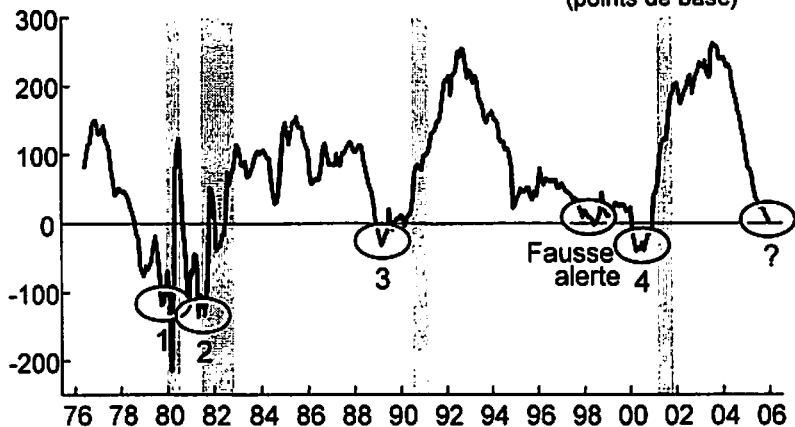
Entre-temps, durant la même période, la part du Canada est passée de moins de 2 % à 3,4 %, alors que la demande mondiale en énergie et en matières premières s'est accrue pour atteindre un niveau sans précédent. Comme cette augmentation sensible s'est effectuée dans le sillage d'une période d'une vingtaine d'années durant laquelle nous avons connu une capacité excédentaire, des fermetures d'entreprises et des consolidations touchant de nombreuses industries, ce n'est pas demain la veille que nous verrons une nouvelle offre apparaître. La rentabilité revenant, ces secteurs d'activité pourront maintenant se permettre d'augmenter les dépenses d'exploration et espérer pouvoir renouveler leurs réserves. En effet, il est dorénavant devenu très difficile et coûteux d'exploiter un nouveau gisement de minerai en raison de contraintes environnementales plus sévères, de droits des autochtones et autres facteurs. Par ailleurs, la formation de nouveaux mineurs est presque inexistante réduisant ainsi le capacité des entreprises d'augmenter la production à venir. L'offre se resserre et les investissements s'éclipsent, ce qui entraîne une hausse des prix, éventuellement suivie d'une inflation. La demande mondiale est la clé et, en ce moment, elle ne montre aucun signe de faiblesse ou de ralentissement.

Aux États-Unis, en revanche, l'économie montre quelques signes d'essoufflement. En conséquence de la 15^{ième} hausse consécutive du taux directeur, les rendements des obligations américaines 10 et 30 ans ont passé sous celui des obligations à 2 ans, créant une courbe de rendement inversée. Au cours des 30 dernières années, cette situation s'est manifestée en cinq occasions, alors que quatre d'entre elle s'est conclu en récession quelques mois plus tard (se reporter au tableau #2).

Tableau #2

4 sur 6 ou 5 sur 6?

Écarts des rendements des titres de Trésor américain de nord*
(points de base)



Les zones ombrées représentent des périodes de récession des États-Unis
* 10 ans moins 2 ans

Le groupe d'études économiques de BMO Nesbitt Burns, dirigé par le docteur Sherry Cooper et Michael Gregory, ne croit pas qu'une récession se produira cette fois. En effet, l'équipe est d'avis que les taux à court terme ne sont pas particulièrement élevés, ni ne sont-ils considérablement supérieurs aux taux à long terme comme ils l'étaient lorsque les précédentes récessions se sont produites. Nous pourrions donc éviter une récession, mais l'impact de la courbe de rendement négative se fait actuellement sentir dans un marché de l'habitation en fléchissement, tant sur le plan des prix que du nombre de ventes, comme nous avons pu le constater en février. La Réserve fédérale américaine espère peut-être justement un tel signe pour mettre fin à sa politique de resserrement.

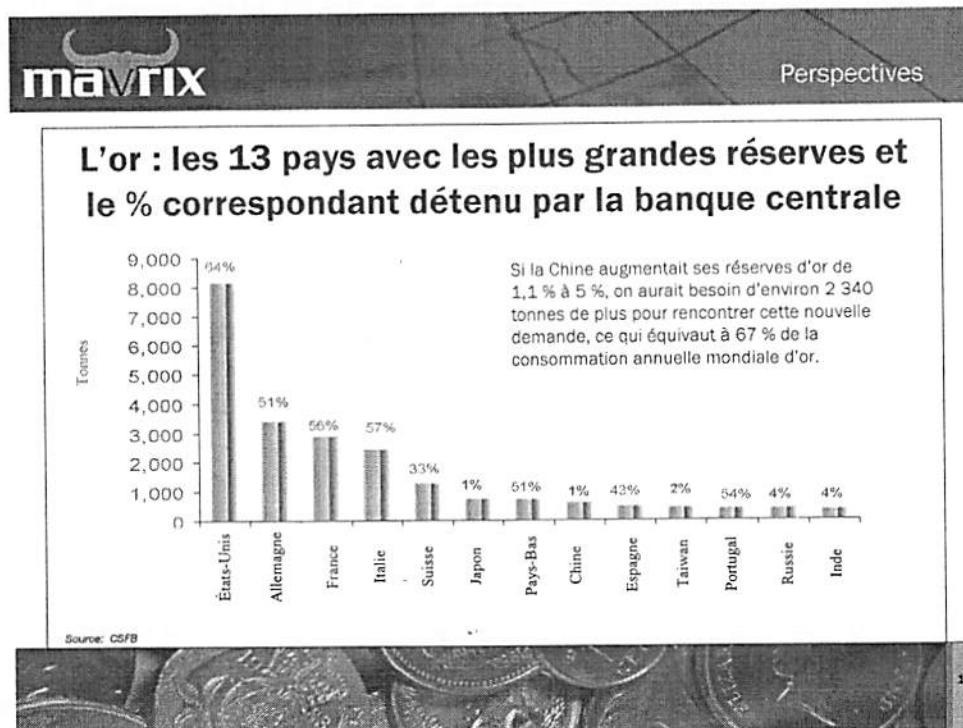
En revanche, le Canada doit faire face au redressement de sa devise, ce qui met un frein à sa croissance économique et aux profits des entreprises du pays. La structure des coûts au Canada se renforce au rythme de la reprise de vigueur du huard, nuisant à la capacité concurrentielle des Canadiens. Si le prix des matières premières devait se replier en même temps, les bénéficiaires des producteurs du secteur primaire pourraient accuser un coup dur. L'essentiel pour la Banque du Canada est donc de favoriser l'accroissement de la productivité de l'entreprise canadienne (une réduction de l'impôt des sociétés aiderait à cet égard) tout en surveillant l'évolution du dollar. La hausse des taux d'intérêt ici au Canada pourrait entraîner la hausse de notre monnaie mais accroîtrait également le risque d'une récession en bonne et due forme puisque l'inversement de la courbe de rendement pourrait se prononcer davantage. Une réduction des taux d'intérêt, par contre, pourrait exagérément stimuler l'économie et, en bout de ligne, pousser le huard vers de nouveaux sommets. Nous pouvons donc conclure que notre économie n'a pas encore pleinement assimilé la récente hausse des taux, compte tenu du fléchissement que connaît l'économie canadienne en ce moment, et que nous pourrions encore voir la Banque du Canada maintenir le cap pour ce qui est de sa politique monétaire, du moins à court terme, par rapport aux États-Unis.

Dans nos derniers numéros, nous nous interrogeons sur la politique économique de nos voisins du Sud, préoccupés par les doubles déficits (commercial et budgétaire), les habitudes de dépenses des consommateurs et leur réticence à épargner, ce qui provoque en ce moment un niveau d'endettement, tant personnel que d'État, tout à fait sans précédent. Les habitudes de consommation des États-Unis qu'Alan Greenspan qualifiait il y a peu « d'exubérance irrationnelle » semblent maintenant s'être transformées en situation chronique. Le nouveau président de la Réserve fédérale, M. Ben Bernanke, semble vouloir s'attaquer à ces mauvaises habitudes en haussant les taux d'intérêt, ce qui pourrait avoir comme effet de ralentir les dépenses et d'encourager l'épargne. Mais le risque que les hausses aillent au-delà de leur but visé demeure, ce qui provoquerait une récession et une chute du dollar américain. L'engouement envers l'or en ce moment découle en partie de ce danger. En effet, l'or pourrait servir d'amortisseur dans un portefeuille si une telle situation survenait. Il existe toutefois d'autres arguments à l'appui de la théorie favorisant un prix plus élevé pour l'or. Ainsi, la réserve de devises étrangères de la Chine est sur le point de dépasser celle du Japon, qui s'élève à 850 milliards de dollars US, pour devenir la plus importante réserve au monde. Le raisonnement derrière une telle stratégie (c'est-à-dire l'achat de quantités inouïes de titres du Trésor américain) était de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux suffisamment faibles pour donner au consommateur nord-américain un accès facile au financement de façon à ce qu'il achète des biens de fabrication japonaise et chinoise. Une telle stratégie a pour but de rendre le financement

par emprunt américain dépendant de la bonne volonté de ces pays d'acheter leurs titres. Or, la Chine et la Japon sont maintenant dépendants de la volonté du consommateur américain d'acheter des biens étrangers, notamment les leurs. Mais si le consommateur américain met un frein à ses dépenses, et si une récession frappe l'économie américaine, le dollar américain pourrait chuter considérablement.

La Chine et le Japon sont toutes deux surexposées au billet vert et devraient donc protéger leur position. C'est ici que l'or s'impose comme choix évident, et la proportion de la réserve de chacun de ces deux pays soutenue par l'or, soit environ 1 %, compte parmi les plus faibles au monde (se reporter au tableau 3). Si la Chine augmentait ses réserves aurifères à 5 %, il lui faudrait ajouter 2 340 tonnes d'or, ce qui représente 67 % de la consommation mondiale annuelle. Voilà qui devrait mettre une certaine pression à la hausse sur les prix de l'or!

Tableau #3



Autre fait nouveau est la récente annonce par la Fed qu'elle ne publierait plus M3 (agrégat monétaire) à compter de mars 2006. On doit nécessairement se demander pourquoi la Réserve fédérale ne souhaite plus communiquer le montant de monnaie en circulation. Peut-être craint-elle la réaction des investisseurs quant à la très forte probabilité que l'on assiste à une accélération du fonctionnement de la planche à billets des États-Unis pour financer les déficits budgétaire et commercial qui ne cessent de s'accroître? Ici encore l'effet de dilution entraînée par une hausse sensible de la masse monétaire pourrait faire grimper abruptement le prix de l'or.

Toutes ces situations provoquent chez nous un sentiment de vulnérabilité. Et nos inquiétudes se soulèvent en alternance, oscillant entre la crainte de l'inflation, de la déflation et de la stagnation. Comment est-il possible de maintenir une politique ou une stratégie de placement dans un tel

contexte d'irrégularités irrationnelles et chaotiques? Comment peut-on s'inquiéter du risque d'inflation un jour et de la possibilité de déflation le lendemain? Il s'agit pourtant de deux phénomènes diamétralement opposés. Il me semble que les économies nationales étaient auparavant quelque peu autonomes et indépendantes. Lorsque l'économie surchauffait ou se contractait, la situation était le résultat de tous les secteurs qui réagissaient ensemble. Il s'ensuivait que nous nous trouvions en présence de l'inflation lorsque l'économie s'accroissait trop rapidement, ou en période de déflation lorsque l'économie perdait de la vitesse. Or, aujourd'hui, en raison de la mondialisation, il semble que certains secteurs soient confrontés à l'inflation alors que d'autres soient aux prises avec une déflation, au sein d'une seule et même économie. Anciennement, la banque centrale d'un pays haussait les taux d'intérêt pour ralentir une économie surchauffée ou, à l'inverse, les réduisait pour stimuler une économie stagnante. Mais, aujourd'hui, du fait de l'interdépendance des économies, que doit, que peut faire une banque centrale pour combattre une inflation et une déflation qui se produisent simultanément? Les banques centrales voguent aujourd'hui en mers inconnues. Nous aussi, comme investisseurs, faisons face à l'inconnu et à l'imprévisible. Comment pouvons-nous nous protéger simultanément contre l'inflation, la déflation et la stagnation? Et si le résultat était une croissance durable?

M. Peter Lynch, le célèbre gestionnaire de Fidelity, maintenant à la retraite, avait expliqué en 1987 qu'au cours du siècle précédent, le marché boursier accusait un repli de l'ordre de 25 % par rapport aux sommets précédents tous les cinq à 10 ans (marchés baissiers) et connaissait un repli à hauteur de 10 % tous les 18 mois en moyenne (des corrections). M. Lynch croyait qu'il était impossible de prédire ces replis, affirmant que les investisseurs devaient tout simplement s'y attendre et structurer leur stratégie de placement de façon à tenir compte des risques à court terme associés à la possession d'actions. Ce sont donc les investisseurs eux-mêmes, réagissant de façon émotive ou tentant d'anticiper le marché, qui constituent le risque le plus considérable.

Dans sa lettre aux actionnaires en 2004, Warren Buffet, gestionnaire très populaire, de renommée internationale et, par surcroît, le deuxième homme le plus riche au monde, a décrit l'importance de la persévérance lorsque l'on investit dans des actions. Il avance que les trois causes expliquant le rendement médiocre, voire désastreux, que subissent les investisseurs, sont les suivantes, notamment : 1) les coûts élevés, d'ordinaire parce que les investisseurs négocient trop ou dépensent des sommes démesurées pour assurer la gestion de leurs placements; 2) les décisions de portefeuille prises en fonction de tuyaux ou de modes passagères plutôt qu'à la lumière d'une évaluation sérieuse, attentive et quantifiée d'une entreprise; et 3) une approche périodique au marché, caractérisée par des ajouts (alors que les cours progressent déjà depuis quelque temps) et des retraits (après des périodes de stagnation ou de repli) mal à propos.

À la lumière des précieux conseils de M. Lynch et M. Buffet et du fait que les rendements des marchés sont solides pour une troisième année de suite, nous jugeons qu'il serait opportun d'user de prudence et de nous protéger dans la mesure du possible contre l'imprévisible (c'est-à-dire l'inflation, la déflation et la stagnation) en maintenant nos placements et en participant à toute croissance éventuelle.

Pour se protéger contre l'inflation, il conviendrait d'investir dans des entreprises qui profitent des hausses de prix, notamment les producteurs du secteur primaire comme les pétrolières et

gazières, les producteurs de métaux de base, les sociétés aurifères et autres. Certes, personne n'aime verser 1,20 \$ ou 1,30 \$ le litre pour de l'essence, mais si vous détenez des titres de Petro Canada, les profits que vous en dégageriez devraient contrebalancer la hausse du prix du carburant. Selon votre profil d'investisseur, nous croyons qu'il serait opportun de maintenir une exposition de l'ordre de 15 % à 25 % à ces secteurs (énergie et matières premières). Par contraste, la pondération du TSX dans ces secteurs s'élève à 42 %. Ne pas participer à ces secteurs serait refuser de se protéger contre l'inflation, ce qui serait aventureux, voire carrément dangereux, et risquerait d'éroder votre pouvoir d'achat.

Pour se protéger contre la déflation, un placement dans des obligations à long terme serait tout indiqué. De récentes expériences (notamment au Japon) montrent que dans un climat déflationniste ou de dépression, le principal moteur de l'économie – à savoir, le consommateur – cale. Une telle situation économique peut découler d'une perte massive d'emplois, suivie d'une érosion de la richesse, situation généralement précédée par une longue période de cupidité, d'endettement et de vie faste. Les banques centrales relâcheraient la politique monétaire (en baissant les taux) pour tenter de redémarrer l'économie et encourager le consommateur à recommencer à dépenser. La politique de taux d'intérêt nuls du Japon devrait tirer à sa fin cette année – il y a en fait plus de dix ans qu'elle a été instaurée. Lorsque les taux d'intérêt chutent, un taux qui demeure fixe pendant une période prolongée devient très attrayant, faisant augmenter les valeurs marchandes. Par exemple, une obligation japonaise de \$100 portant un coupon d'intérêt de 5% et un terme de 20 ans, avait une valeur de plus de \$160 lorsque les rendements sur ces mêmes 20 ans ont atteint 0.8%, au pire de la crise (se reporter au tableau 7, p. 7 du bulletin 34). Des fiducies de revenu de services publics (pipelines et électricité) de grande qualité valeur peuvent offrir à l'investisseur une certaine protection contre la déflation tout en lui permettant de dégager un rendement moyen de 7 % aujourd'hui. Une pondération de 15 % dans ces secteurs devrait assurer une assez bonne protection de base à l'investisseur.

Une économie stagnante se caractérise par une croissance très faible, une réduction des dépenses d'entreprises et des consommateurs inactifs. La croissance léthargique des bénéfices de sociétés qui en découle se reflète directement sur les marchés boursiers. Comme le rendement du portefeuille serait essentiellement dégagé par des avoirs producteurs de revenus, les titres à dividende élevé ainsi que les obligations et les fiducies de revenu de grande qualité représenteraient les placements les plus performants du portefeuille dans un scénario de stagnation.

Or, il est assez plausible que nous assistions à une croissance soutenue et à un cycle économique de longue durée. Et dans un tel cas, on ne saurait se permettre de rater les occasions que présentent les entreprises dotées d'un bilan sain, d'une équipe de direction chevronnée ainsi que d'un plan d'entreprise dans un secteur en croissance.

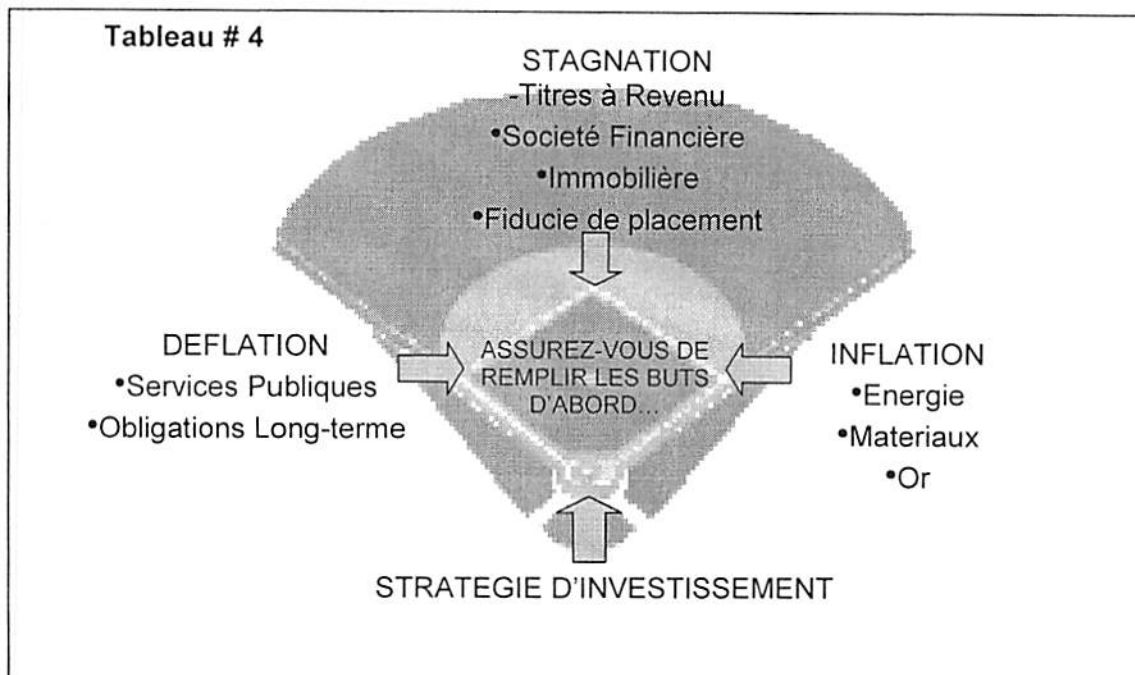
À l'avenir, nous qualifierons probablement la présente décennie comme celle ayant connu le plus important transfert de propriété intellectuelle (de l'occident vers l'orient) vers une masse de population au moins six fois la nôtre (2,5 milliards contre 400 millions). Comment une telle situation pourrait ne pas créer une des meilleures occasions de placement de toute l'histoire? Le « rêve américain » si convoité semble attirer toute une panoplie d'adeptes et se propager sur l'ensemble de l'Asie. Contagieux? Peut-être. Mais on ne parle pas ici de grippe...

Pour conclure, nous croyons qu'il est préférable de continuer à adhérer à la stratégie de placement qui convient à votre profil. Vous ne vous tromperez pas si vous respectez à la fois votre plan financier, vos besoins particuliers et votre degré de tolérance face au risque.

Certains secteurs seront gagnants cette année. Selon nous il s'agit des aurifères (Newmont, Barrick, Goldcorp), des métaux communs (Teck pour le zinc, Inco pour le nickel, Alcan pour l'aluminium, Quadra Mining pour le cuivre et Sherritt, en raison de sa diversification), et des énergétiques (Suncor, Canadian Oil Sands, Petro Canada, Encana pour le gaz et Trinidad Energy pour les services). Les banques (dont la Banque de Montréal, la Banque de Nouvelle-Écosse et la Banque Canadienne Impériale de Commerce) ainsi que les compagnies d'assurance (la Financière Manuvie, la Sunlife, la Corporation Power et l'Industrielle Alliance) devraient être confrontées à des vents de face plus vigoureux alors que les taux d'intérêt grimperont quelque peu, particulièrement aux États-Unis, mais devraient demeurer un élément essentiel de votre portefeuille.

Des entreprises comme Metro, Alimentation Couche-tard et Astral Media offrent toutes un bon potentiel de croissance, présentant des bilans sains dans des secteurs non cycliques. Avec leur bonne politique en matière de dividendes, quelques sociétés immobilières commerciales, dont la First Capital Realty et Revenue Properties, sont bien capitalisées et proposent une démarche équilibrée faisant appel à l'effet de levier.

À notre avis, les conseils de M. Lynch et M. Buffet sont judicieux et opportuns. Plutôt que de tenter de frapper un coup de circuit au premier lancer, assurez-vous de combler les buts d'abord. En d'autres termes, pour ceux et celles qui ne sont pas adeptes du baseball, suivez votre plan de match! (se reporter au tableau #4)



RÉPARTITION DE L'ACTIF DU PORTEFEUILLE MODÈLE

<u>Portefeuille de revenu</u>		<u>Portefeuille équilibré</u>	
Oct 2005	Mar 2006	Oct 2005	Mar 2006
10%	5%	10%	5%
LIQUIDITÉS (OFC, OFQ, B.dut.)		LIQUIDITÉS (OFC, OFQ, B.dut.)	
45%	45%	25%	25%
REVENU FIXE (OBLIGATIONS)		REVENU FIXE (OBLIGATIONS)	
25%	25%	25%	25%
DÉBENTURES CONVERTIBLES		DÉBENTURES CONVERTIBLES	
25%		ET AUTRES TITRES À REVENU	
ET AUTRES TITRES À REVENU		30%	35%
ACTIONS		ACTIONS	
10%	15%	10%	10%
TITRES ÉTRANGERS		TITRES ÉTRANGERS	