

Avril 2007

## Bulletin #37

### Table des Matières:

- ➔ **L'ÉCONOMIE ET LES MARCHÉS**
  - ➔ Commentaires
  - ➔ Conclusion
  
- ➔ **RPARTITION 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)

## **VEUILLEZ DEMEURER À VOTRE PLACE**

Dans notre bulletin REER de janvier dernier, que nous avons intitulé « Attachez vos ceintures », nous vous avons conseillé de placer vos cotisations dans des titres à revenu fixe, ce qui, image bien notre tendance plus conservatrice. Nous croyons toujours qu'il y aura de la turbulence durant le trajet qui vient, mais qu'il sera parsemé d'accalmies occasionnelles. Mais tout d'abord, nous aimerions vous dévoiler nos pensées sur l'intensification de la volatilité du marché.

D'ordinaire, la volatilité boursière et des marchés est tributaire de la situation économique et des nouvelles de résultats d'entreprises. De telles nouvelles peuvent influencer sur une entreprise en particulier, voire sur le secteur dans lequel elle exerce ses activités. Dans le même ordre d'idées, les nouvelles sur la conjoncture économique peuvent avoir une incidence sur un secteur d'activité donné ou une région particulière. Selon l'importance des nouvelles, la volatilité des marchés boursiers peut augmenter ou diminuer. Mais il existe un facteur important qui peut considérablement accroître la volatilité et déclencher des comportements animés par la peur... notamment un excédent de « marge » ou un trop grand niveau d'endettement et de prêts leviers dans le système. L'emploi de fonds empruntés pour des fins de placement suit son propre cycle, qui semble revenir à la mode chaque fois que le marché atteint de nouveaux sommets ou durant des cycles économiques prolongés. Emprunter pour acheter un bien immeuble fait partie de nos mœurs depuis toujours puisque la plupart des gens n'ont pas la capacité financière d'acquitter le plein prix d'une maison d'un seul coup. Rares sont ceux qui emprunteront dans les mêmes proportions pour acheter des actions. Le raisonnement derrière ce comportement est qu'il faut bien avoir un toit au-dessus de notre tête, et qu'il faut bien élever sa famille à quelque part. Il s'agit d'un besoin fondamental à combler et représente une forme d'économie forcée qui devient un aspect essentiel d'un plan financier à long terme. Un portefeuille de placements n'est pas essentiel à la survie. Emprunter contre sa valeur n'est donc pas pratique courante. Par ailleurs, le cours des actions et, du fait même leur pouvoir d'emprunt, fluctuent sans cesse. Si un investisseur individuel est tenu de vendre des actions pour couvrir une partie de son emprunt, c'est parce que la valeur a diminué. Il est donc forcé de vendre à un moment moins qu'idéal (c'est-à-dire lorsque les cours sont faibles). Puisqu'il faut des connaissances considérables et une aptitude marquée pour assurer la gestion d'un portefeuille à effet de levier, des spécialistes ont cherché à combler la brèche au moyen de ce que l'on appelle des « fonds de couverture » (ou "hedge fund"). Leur arrivée a donné aux investisseurs la possibilité d'investir dans des fonds qui employaient des stratégies de placement perfectionnées et complexes mettant en jeu l'emprunt de capitaux ou l'utilisation de « leviers », sans avoir à choisir et à surveiller les titres ou à ajuster la stratégie à tout moment. Les portefeuillistes professionnels se chargent de tout, à leur gré, et leurs performances sont généralement exponentielles tant à la hausse ou à la baisse.

Ces fonds de couverture connaissent une popularité phénoménale depuis quelques années et représentent des affaires de plus d'un milliard de dollars. Lorsque des fonds

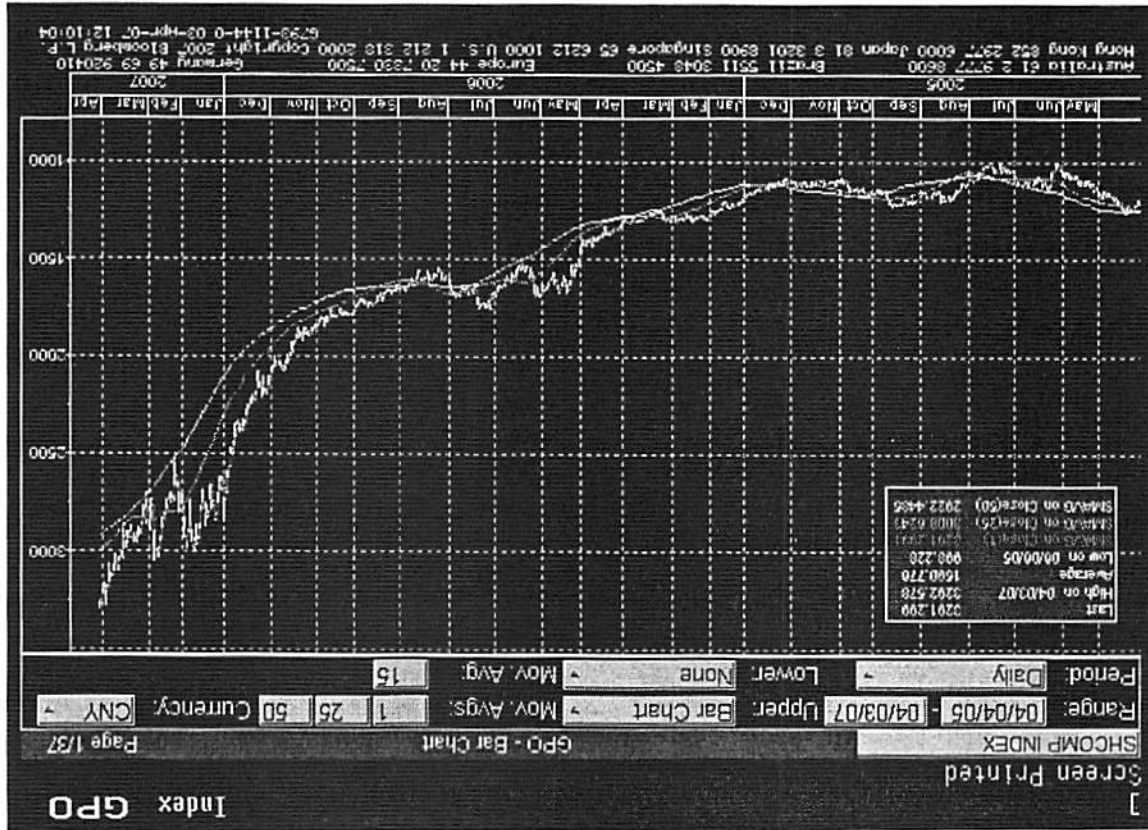
empruntés sont utilisés à outrance pour acheter des actions, cela crée un certain effet d'entraînement. Plus les cours grimpent, plus la performance est intéressante, et plus le fonds attire de nouveaux capitaux. Or, lorsque le marché subit une correction, les ventes sont accélérées puisqu'il faut couvrir l'emprunt... ainsi, un premier fonds vend, puis un autre, puis un troisième, en cascade, jusqu'à ce que la situation fasse boule de neige. En d'autres termes, l'emploi accru de l'effet de levier par les fonds de couverture accroît considérablement la volatilité des marchés et le risque d'aliénations massives et irrationnelles.

En 1987, la popularité grandissante des nouveaux logiciels électroniques – permettant la « négociation informatisée » (ou "program trading") – dont l'utilisation n'était pas réglementée, a précipité le krach boursier du 19 octobre. Éventuellement, la négociation informatisée a finalement été réglementée, permettant un meilleur contrôle sur la volatilité du marché. Aujourd'hui, 20 ans plus tard, ni les commissions des valeurs mobilières, ni les gouvernements n'imposent de règlements sur les fonds de couverture, jouant à l'autruche comme si, puisque nous avons survécu à une telle situation une fois, nous pourrions y survivre encore... Voilà qui donne à réfléchir!

Nous avons tous récemment assisté à une secousse importante de la bourse de Shanghai (qui a perdu 9,5 % en une seule journée), le résultat d'un changement apporté aux exigences de couverture. Une nouvelle politique de restrictions applicables aux prêts a été imposée aux banques chinoises. En réaction, celles-ci ont demandé le remboursement d'emprunts qui sont devenus à découvert. Des dégagements ont suivi et ont provoqué une autre série d'appels de marge. Les répercussions se sont fait sentir en cascade à l'échelle de la planète, accroissant les inquiétudes quant au degré auquel les marchés mondiaux étaient devenus spéculatifs. En dix-huit mois, la bourse de Shanghai avait progressé de plus de 140 % (graphique 1). Dans un tel contexte, un repli de 9 % semble être une correction tout à fait normale. Mais ce qui nous perturbe, c'est la vitesse à laquelle la chute s'est produite, et l'étendue des répercussions.

L'économie américaine, qui a déjà amorcé un ralentissement, pourrait ralentir encore davantage étant donné le niveau d'endettement individuel élevé (Graphique 2). En d'autres termes, le facteur d'amplification a sans aucun doute nettement augmenté la fragilité de l'économie de ce pays.

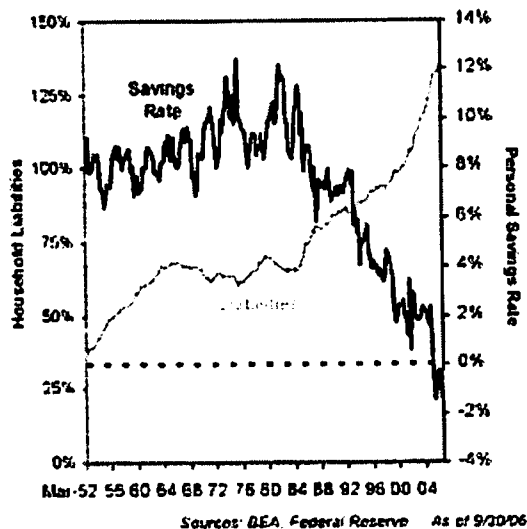
Source : Bloomberg



Graphique 1

## Graphique 2

Household Liabilities and Savings as Percent of Disposable Income



Du côté positif, la croissance économique s'est poursuivie, malgré une hausse marquée des prix de l'énergie et d'autres matières premières (notamment les métaux de base comme le cuivre, le nickel, le zinc et l'aluminium) ainsi que des biens immobiliers. Il semble que les faibles taux d'intérêt et la migration des emplois du secteur de la transformation ou de la fabrication vers la Chine, pays à faible coût, ont réussi à contrebalancer en grande partie la hausse des prix des produits de base. L'inflation demeure apprivoisée... pour l'instant.

L'histoire nous montre que l'inflation n'emboîte pas toujours le pas à la hausse des prix de l'énergie. Toutefois, l'inflation survient lorsqu'il y a une poussée des prix du carburant combiné à celle des aliments ainsi qu'une croissance massive de la masse monétaire.

Alors que les consommateurs ont bénéficié d'une source apparemment inépuisable de main-d'œuvre à faible coût en Asie pour répondre à leurs besoins croissants, de nouvelles pressions inflationnistes sur les « biens comestibles » commencent à poindre à l'horizon. Dans son discours à la nation de janvier dernier, le président Bush a haussé une cible fixée par le Congrès américain en 2005, qui visait à augmenter la production de combustibles de remplacement de 7,5 milliards de gallons par année d'ici 2012. La nouvelle cible est maintenant fixée à 35 milliards de gallons par année d'ici 2017. Selon la Renewable Fuels Association, les États-Unis ont produit 4,9 milliards de gallons d'éthanol en 2006 à comparé à 1,6 milliard de gallons en 2000. Pour atteindre la cible ambitieuse du président Bush, les États-Unis devront multiplier la production actuelle

par sept, soit plus de 20 fois les niveaux de production de 2000. Pourquoi est-ce important? L'éthanol est un sous-produit de distillation, principalement du maïs, bien qu'il puisse être tiré d'autres matières organiques, y compris les résidus de récoltes (paille, tiges de maïs, etc.), les résidus forestiers (sciure de bois, etc.) et même le blé. Les États-Unis produisent 40 % du maïs au monde et en sont le principal fournisseur. La ruée vers le maïs, alimentée par l'éthanol, a déjà fait grimper les prix du maïs de 2,09 \$US le boisseau en août 2006 à 4,13 \$US au début de mars 2007. Le prix moyen saisonnier record précédemment atteint pour le maïs était de 3,24 \$US le boisseau en 1995-1996. Le fardeau que cause le prix record pour le maïs est porté principalement par le secteur du bétail et des viandes, ce qui se répercute sur le budget alimentaire des consommateurs (inflation alimentaire)!

On estime en outre qu'environ 40 millions de Chinois accèdent à la classe moyenne chaque année, devenant suffisamment à l'aise, du point de vue financier, pour acheter maisons et voitures, ce qui explique la hausse des produits de base (cuivre, acier, aluminium et ainsi de suite). Mais ce nouveau statut financier leur permet aussi de modifier leur alimentation, favorisant davantage la viande. La demande en grains pour nourrir les animaux croît en parallèle avec la demande en bétail et en porc.

Une superficie croissante de terre est consacrée à la culture du maïs alors que les prix grimpent au-dessus des 4,00 \$US le boisseau. En parallèle, moins de terres servent à la culture d'autres aliments, ce qui risque de provoquer des pénuries et, du fait même, une hausse des prix. Le ministère américain de l'agriculture a confirmé une hausse de 15 % des acres consacrés à la culture du maïs pour 2007, la hausse la plus importante depuis 1944, tandis que le nombre d'acres réservés à la culture du soya pourrait se replier de 11 %, un creux de 11 ans. En trois ans, afin d'atteindre les cibles de production d'éthanol, les agriculteurs devront ajouter l'équivalent de la superficie de l'État de l'Indiana aux terres réservées à la culture du maïs, selon un analyste d'A.G. Edwards. La stabilité des prix alimentaires dont profitent les consommateurs depuis des années pourraient être en jeu.

Heureusement, tout n'est pas perdu. En effet, la production d'éthanol serait considérablement moins intéressante si les prix atteignent les 5,00 \$US le boisseau, ce qui éclipserait la rentabilité de l'opération. Néanmoins, il pourrait y avoir une poussée active d'inflation des prix alimentaires qui pourrait entraîner une réaction en chaîne.

Mais qu'en est-il, alors, de la croissance monétaire? Les politiques monétaires établies par les banques centrales au moyen d'ajustements des taux d'intérêt permettent une croissance continue de la masse monétaire, mais d'une façon contrôlée, de sorte que ni les consommateurs, ni les investisseurs, ni les chefs syndicaux, ni les gens d'affaires ne commencent à penser que l'inflation risque de s'amplifier hors control. La simple présence de cette pensée pernicieuse peut mener à des décisions émotives susceptibles d'influer sur la croissance économique et, en bout de ligne, s'auto générer. Certains pourraient, par exemple, amasser des stocks avant que les prix n'augmentent, ce qui aurait pour résultat d'accélérer la hausse des prix et, éventuellement, des salaires. Heureusement, la croissance de la masse monétaire a été retenue et bien gérée jusqu'à présent, et ne semble pas préoccuper outre mesure le président de la

Réserve fédérale américaine, M. Bernanke, même si cette information n'est plus rendue publique depuis l'an dernier (M3 une mesure de la masse monétaire).

Malgré cela, si les prix alimentaires augmentent (en temps normal), la Banque centrale réorienterait son tir, resserrant la politique monétaire (en haussant les taux d'intérêt) afin de contrebalancer les pressions inflationnistes. Mais l'économie américaine peut-elle se permettre une hausse des taux d'intérêt?

L'économie américaine montre des signes d'essoufflement, tout comme les profits d'entreprises. D'ordinaire, une décélération de l'activité économique ne stimule ni le comportement des consommateurs, ni l'inflation. Toutefois une économie en mode de "stagflation" se produit lorsque l'inflation s'accroît même si l'économie stagne.

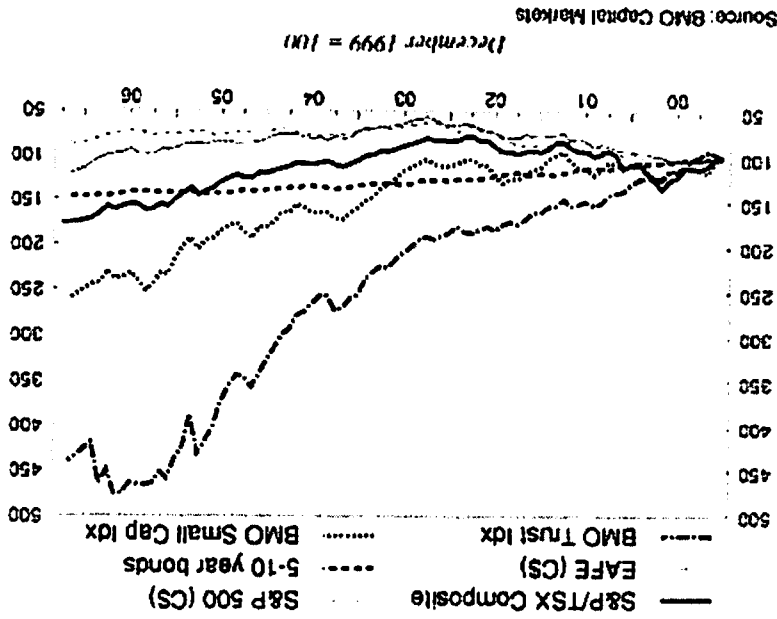
M. Bernanke pourrait encore se retrouver entre l'arbre et l'écorce – incapable de hausser les taux d'intérêt en raison de la mollesse de l'économie et de l'énorme endettement des consommateurs, et tout aussi incapable de réduire les taux d'intérêt sans risquer de provoquer une poussée d'inflation.

En période de stagnation économique, la croissance des profits d'entreprises ralentit et les cours chutent, alors que les coefficients de capitalisation des bénéfices se contractent, jusqu'à ce que l'on réussisse à reprendre le contrôle des pressions inflationnistes. L'ampleur de la correction peut varier selon l'aptitude des consommateurs à s'adapter à la situation. Éventuellement, les taux d'intérêt se replient pour relancer le moteur (les dépenses de consommation). Le Japon a dû ramener ses taux à 0 % pour stimuler ses consommateurs, et cette dépression a duré 15 ans (de 1990 à 2005).

Au cours des six prochains mois, nous croyons que les prix alimentaires pourraient représenter le meilleur indice de l'orientation future de l'économie et des marchés. Il faut se rappeler que les investisseurs canadiens connaissent de solides performances depuis quatre ans. Depuis 2003, le TSX a dégagé des rendements de 27 %, 14 %, 24 % et 17 %, surclassant la performance à la fois des actions américaines et des actions internationales (graphique 3).

Si l'expansion économique mondiale persiste, c'est grâce à un jeu de facteurs, dont de très faibles taux d'intérêt et l'absence d'une montée en flèche de l'inflation. Entre 2001 et 2006, le bénéfice d'exploitation du TSX a progressé de 20 % par année, en moyenne, ce qui ne peut durer. Les coefficients de capitalisation ont progressé et se trouvent maintenant au-dessus des moyennes historiques. Pour 2007 et 2008, Ben Joyce, stratège chez BMO Nesbitt Burns, prévoit une croissance des bénéfices de seulement 7 % et 5 %, respectivement.

**Total Returns from Asset Classes**



**Graphique 3**



## **Conclusion :**

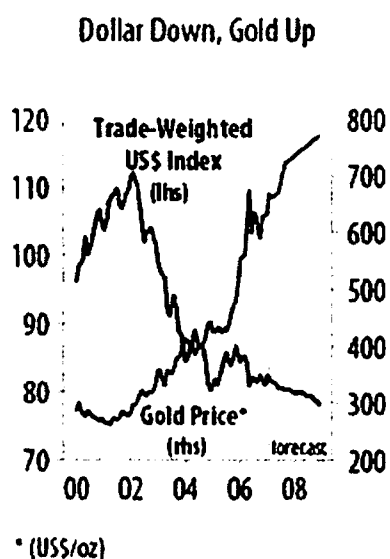
Lorsque l'économie ralentit et les marges bénéficiaires se compriment, le moment est venu de revoir la composition de l'actif en portefeuille. Il y a cinq ans, il est fort probable que la proportion de titres à revenu fixe de votre portefeuille ait été plus importante qu'aujourd'hui puisqu'elle a été diluée par l'amélioration considérable du compartiment d'actions. Il convient donc de recibler nos priorités et de réorienter le compartiment de titres à revenu fixe en vendant les actions qui pourraient poser plus de risques, à savoir celles :

- 1) qui ne versent aucun dividende
- 2) d'entreprises qui présentent un endettement excessif et un bilan faible
- 3) qui sont plus sensibles aux ralentissements économiques
- 4) qui ne forment pas le groupe de base de votre portefeuille
- 5) dont la pondération est devenue trop importante dans votre portefeuille

N'oubliez pas que, lorsque le marché se replie, conserver un titre qui ne verse pas de revenu devient onéreux. Ce sont les titres qui versent un solide revenu ou dividende qui sont les premiers à se rétablir. En outre, c'est bien d'avoir accès à des fonds lorsque le marché devient moins dispendieux.

Pour ce qui est de la pondération du portefeuille, nous maintenons encore une position d'environ 8 % dans le secteur du pétrole et du gaz (Petro Canada, Suncor, Canadian Oil Sands, EnCana et Anderson Energy), un placement de 6 % à 8% dans le secteur des métaux de base (Alcan, Teck, Sherritt, Quadra et Canadian Royalties) et une position d'au moins 5 % dans des titres aurifères comme protection contre le billet vert (graphique 4) et l'inflation (Barrick, Newmont, GoldCorp et Virginia Gold Mines). Nous aimons toujours les fiducies de revenu du secteur des services publics et les fiducies de placement immobilier (FPI) pour les flux de revenu qu'elles dégagent, et nous leur réservons une tranche d'au moins 15 % de votre portefeuille (consultez le tableau des titres producteurs de revenu). De tels titres vous protégeront si l'économie s'enlise (stagflation) ou amorce une période de dépression. Le secteur des services financiers, représenté par des titres comme ceux de la Banque de Montréal, de la Banque Scotia, de la Financière Manuvie, de la Corporation Power et de l'Industrielle Alliance devrait composer entre 15 % et 18 % du portefeuille d'actions. Quant au secteur du transport, nous accordons la faveur au Canadien National comme placement de base à long terme.

## Graphique 4



Slumping US Dollar helping gold graph  
 Source: Focus page 6 30 mars 2007

Historiquement, l'inflation des prix alimentaires favorise les détaillants en alimentation, les producteurs d'engrais et les entreprises de matériel agricole. Nous évaluons actuellement la Saskatchewan Wheat Pool et Finning International. Au chapitre des détaillants en alimentation, nous préférons Metro, et Alimentation Couche-Tard.

### RÉPARTITION DE L'ACTIF DU PORTEFEUILLE MODÈLE

#### Portefeuille de revenu

Oct 2006	Mars 2007	
5%	15%	LIQUIDITÉS (OÉC, OÉQ,B.duT.)
45%	40%	REVENU FIXE (OBLIGATIONS)
25%	20%	DÉBENTURES CONVERTIBLES ET AUTRES TITRES À REVENU
15%	15%	ACTIONS
10%	10%	TITRES ÉTRANGERS

#### Portefeuille équilibré

Mar 2007	Oct 2006
10%	5%
25%	25%
20%	20%
35%	40%
10%	10%

## PLACEMENTS À REVENUS

FIDUCIE DE PLACEMENT (3)	PRIX ACTUEL	DISTRIBUTION PAR UNITÉ				RENDEMENT COURANT	RENDEMENT A ÉCHEANCE	% TAXABLE ESTIMATIF	RENDEMENT COURANT APRÈS IMPÔT (1)	RECOMMANDEMENT	PRIX CIBLE	COTE DE CREDIT CBRS (2)
		MENSUEL	TRIMESTRIEL	SEMI-ANNUEL	TOTAL ANNUEL							
ALGONQUIN POWER	\$8.36	0.08			\$0.96	11.48%	55%	8.33%	Réduire	\$31.00	S-3	
BELL ALLIANT	\$29.53	0.2284			\$2.74	9.28%	100%	4.64%	Achat	\$31.00	S-2	
CANADIAN OIL SAND	\$28.26		0.306		\$1.22	4.33%	90%	2.38%	Conserv	\$34.00	S-4	
EPCOR POWER	\$26.30		0.63		\$2.52	9.58%	70%	6.23%	Conserv	\$27.00	S-1	
FORT CHICAGO ENERGY	\$10.50	0.079			\$0.95	9.03%	85%	5.19%	Conserv	\$11.00	S-2	
GAZ MÉTROPOLITAIN PTS	\$16.86		0.31		\$1.24	7.35%	100%	3.68%	Conserv	\$16.50	S-1	
INNERGEX POWER	\$13.35	0.0804			\$0.96	7.23%	34%	6.00%	Conserv	\$11.50	S-2	
LABRADOR IRON ORE	\$27.05		0.55		\$2.20	8.13%	100%	4.07%	Conserv	\$13.00	S-3	
NORTHLAND POWER	\$12.23	0.09			\$1.08	8.83%	82%	5.21%	Conserv	\$13.50	S-2	
PAGES JAUNES	\$13.62	0.0908			\$1.09	8.00%	100%	4.00%	Conserv	\$15.00	S-2	
PIPELINES PEMBINA	\$15.86	0.112			\$1.34	8.47%	75%	5.30%	Conserv	\$15.00	S-2	
RIOCAN	\$24.84	0.11			\$1.32	5.31%	63%	3.64%	Conserv	\$26.00	S-2	
TRANSALTA POWER LP	\$7.13	0.0662			\$0.79	11.14%	55%	8.08%	Vente	\$6.50	S-2	
TRINIDAD SERVICES ENERGIE	\$15.31	0.115			\$1.38	9.01%	100%	4.51%	Achat	\$17.00	S-2	
WESTSHORE TERMINALS	\$12.00		0.335		\$1.34	11.17%	100%	5.58%	Réduire	\$10.00	S-4	

1) Taux d'imposition marginal : 50%  
 2) Varie de S1 à S7, S1 étant la plus élevée  
 3) Revenus sujet à fluctuations