



RAPPORT ANNUEL
2006

The Millennium Bullion Fund



Le griffon

Le griffon, symbole de Bullion Management Services Inc., est une créature mythique possédant la tête, les serres et les ailes d'un aigle et le corps d'un lion. Il figure dans les légendes aussi loin qu'en 3300 avant J.-C., lorsqu'il fut choisi comme compagnon du Pharaon d'Égypte.

Alliant les forces de l'aigle et du lion — vitesse, essor et vision pénétrante de l'un; force, courage et majesté de l'autre — le griffon représente aussi bien l'intelligence que la puissance. On dit des griffons qu'ils tiraient chaque jour le chariot d'Apollon, le dieu solaire, à travers la voûte céleste.

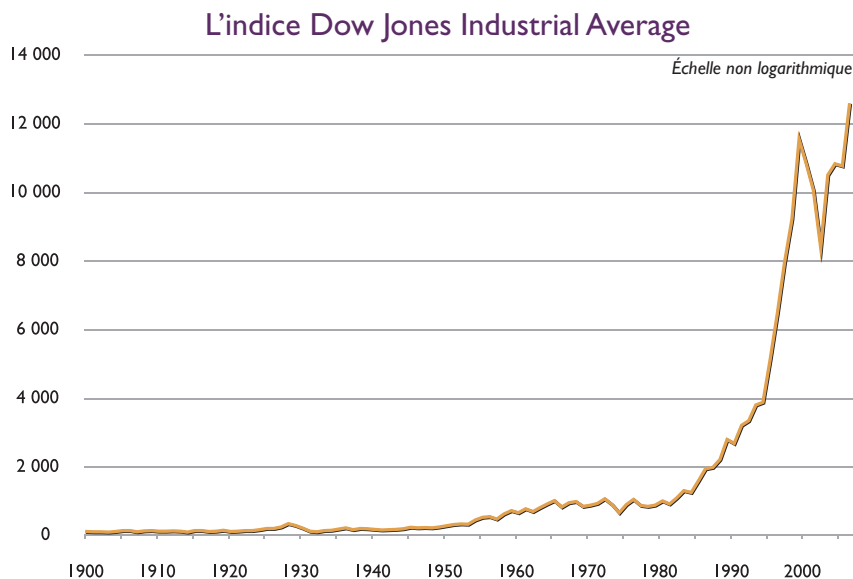
Des légendes racontent que les griffons, répondant à leur instinct de chasseurs de trésor, erraient dans les montagnes du Caucase à l'affût d'or et de pierres précieuses. De leurs puissantes serres, ils déterraient ces richesses, qu'ils admiraient ensuite pendant des heures, fascinés par le scintillement de l'or et des gemmes sous la lumière du soleil et de la lune. Dans leurs nids faits d'or, ils pondaient des agates plutôt que des œufs, attirant les chasseurs. Ils devaient faire preuve d'une constante vigilance pour protéger leurs nids et éloigner les voleurs, ce qui leur a valu la réputation de gardiens de l'or. Dans certaines mythologies, les griffons « possèdent d'incalculables trésors, qu'ils gardent sans répit. »

Reconnu depuis des siècles comme gardien de l'or, également symbole de force et de vigilance, le griffon incarne aujourd'hui la mission de Bullion Management Services Inc.



Message du président : Rééquilibrons nos portefeuilles

Tout le monde connaît le cliché : la valeur des actions augmente toujours, conservez-les pour le long terme. Bien des gens ont vu les graphiques à long terme montrant que 1 000 \$ investis dans l'indice Dow Jones (le Dow) en 1900 valent maintenant 175 000 \$. La Bourse de Toronto (le TSX) et le Dow sont fortement corrélés; le TSX présente donc un rendement similaire. La stratégie d'achat et de conservation des titres trouve son fondement dans une illusion : l'utilisation de graphiques à long terme qui ne font pas appel à une échelle logarithmique. Cette pratique atténue la volatilité, ce qui donne l'impression d'une hausse constante et uniforme.

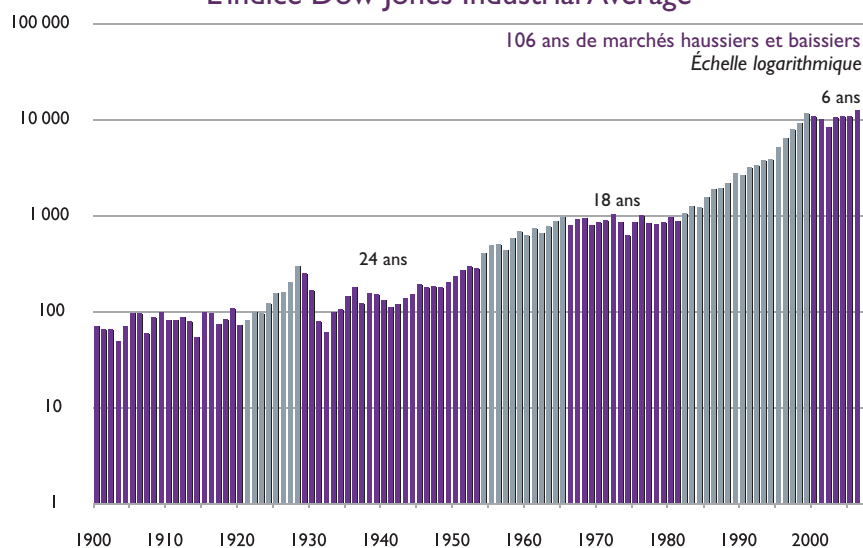


Pour renforcer cette croyance, les courtiers de Wall Street présentent l'excellent rendement des actions au cours des 20 dernières années. Or, cette approche porte à confusion, car elle ne s'appuie que sur un seul cycle, où, justement, le marché des actions était fortement à la hausse. Si l'on examine les cycles qui ont précédé, on voit apparaître une image bien différente, où les 20 prochaines années ne risquent pas de procurer les mêmes rendements que les 20 dernières.

Les horizons de placement à long terme de 50 à 100 ans peuvent être utiles pour les institutions et pour les fortunes familiales qui survivent à plusieurs générations, mais ils ne le sont pas pour un investisseur individuel. La plupart des individus ne disposent que d'environ 25 ans — typiquement entre les âges de 40 et de 65 ans — pour constituer leur portefeuille de placement. Les marchés financiers sont cycliques, chaque cycle durant environ 20 ans. De plus, chaque catégorie d'actif (les actions, les obligations, l'immobilier, les produits de base et les métaux précieux) subit ses propres cycles haussiers et baissiers. Voilà pourquoi il est capital pour un individu de savoir quelles catégories d'actifs ont des chances de surpasser les indices pendant le cycle en cours, car il doit ajuster son portefeuille en conséquence. S'il ne le fait pas, il risque de devoir retarder le moment de la retraite ou de subir une baisse de son niveau de vie à la retraite.

Dans le passé, les investisseurs n'ont pas trouvé qu'il était rentable de conserver une catégorie d'actif au-delà du changement de la tendance d'un cycle. Selon l'hypothèse d'une période de 25 ans pour se constituer un portefeuille, l'investisseur qui était âgé de 50 ans au moment du krach boursier de 1929 n'a rentabilisé ses placements qu'en 1954. Par ailleurs, si on utilise l'indice des prix à la consommation (IPC) pour tenir compte de l'inflation durant cette période, l'investisseur n'a rentabilisé ses placements qu'en 1958, à l'âge de 80 ans.

L'indice Dow Jones Industrial Average



Lors du cycle baissier précédent du marché boursier, qui a débuté en 1968, le Dow a fait état d'une grande volatilité, pour néanmoins terminer à 985 en 1982, soit au même niveau qu'il avait atteint en 1968. En raison de la forte inflation qui a sévi pendant cette période, il aurait fallu attendre 1995 pour rentabiliser ses placements, même si l'on ajuste le rendement du Dow en fonction de l'IPC. Autrement dit, un investisseur âgé de 50 ans en 1968 aurait eu 77 ans avant de rentabiliser ses placements en 1995; pire, il aurait raté la chance de profiter d'une hausse brusque dans le marché des produits de base comme il n'y en avait jamais eu auparavant. De 1971 à 1980, le prix de l'or a augmenté de 2 300 %, celui de l'argent, de 2 400 % et celui du platine, de 900 %, alors que le pétrole augmentait également de 900 %.

On observe des cycles semblables dans d'autres marchés et pour d'autres catégories d'actifs. Après un cycle haussier de 20 ans, l'indice NIKKEI, au Japon, a atteint un sommet de 38 900 en 1989. Dix-sept ans plus tard, il stagne encore à 56 % sous ce niveau. Au Canada, il a fallu attendre 14 ans pour que l'immobilier renoue avec les prix atteints en 1989. Si le prix de l'or a plus que doublé depuis son creux de 2001, il lui reste encore de chemin à faire avant de revenir au sommet de 850 \$ l'once atteint en 1980; et il est encore très loin de l'équivalent après inflation de 2 080 \$ l'once.

Pour les investisseurs n'ayant connu qu'un seul cycle d'un actif, il est difficile d'abandonner le confort de leur paradigme de placement afin d'effectuer un rééquilibrage radical de leur portefeuille qui permettrait de l'aligner sur la nouvelle tendance. Une bonne stratégie de placement exige que l'on identifie correctement les nouvelles tendances plutôt que d'espérer que les tendances précédentes se poursuivent. En 1968, la plupart des investisseurs auraient trouvé difficile de délaissier les actions au profit des biens matériels afin de bénéficier du changement de tendance. Depuis 38 ans, on constatait une excellente croissance de l'économie nord-américaine et du marché boursier : d'un creux de 44 en 1935, le Dow avait haussé de 915 % pour atteindre 985 en 1968. Le TSE avait obtenu des résultats similaires, passant de 132¹ à 1 067. Or, pendant cette période, le prix des produits de base n'a subi que des hausses modestes, car l'inflation était bien maîtrisée. L'expansion de la masse monétaire a été faible ou nulle, car le dollar américain, la monnaie de réserve mondiale, était sous étalon-or jusqu'en 1971. Pour nombre d'investisseurs, les actions et les obligations s'étaient avérées rentables. On se la coulait douce. Cependant, pour les investisseurs qui, n'ayant pas reconnu le changement de tendance, n'avaient pas rééquilibré leur portefeuille, les 15 années suivantes allaient s'avérer plus difficiles.

1. La valeur de 132 pour le TSE en 1935 a été ajustée en fonction du ratio de l'indice TSE 300 à l'indice TSE Industriel, conformément aux changements de 1976. Tous les montants en dollars sont exprimés en devises américaines, sauf indication contraire.

Aussi, les investisseurs dont le portefeuille, en 1980, était surpondéré en métaux précieux, en pétrole et en gaz, et qui n'ont pas remarqué le changement de tendance, ont vu leur rendement souffrir lors du cycle suivant. En maintenant leurs positions au lieu de rééquilibrer leur portefeuille afin de le surpondérer en actifs financiers, ils n'ont pu profiter de la tendance. S'il est vrai que tous les portefeuilles doivent toujours détenir au moins 5 % en lingots de métaux précieux pour des raisons de diversification et de sécurité, les investisseurs surpondérés en métaux précieux à ce moment-là attendent encore aujourd'hui de rentabiliser leurs placements. De plus, ils ont raté l'occasion de participer à un important marché haussier pour les actifs financiers et l'immobilier.

Aujourd'hui, la situation ressemble au début des années 1970 : l'expérience de placement de la majorité des investisseurs ne se fonde que sur le dernier cycle. D'après un sondage effectué par le journal *Investment Executive*, la plupart des conseillers financiers sont en affaires depuis moins de dix ans, soit la deuxième moitié d'un seul cycle. Au cours des 25 dernières années, les bourses d'Amérique du Nord ont connu un des marchés haussiers les plus longs et les plus dynamiques de leur histoire, le Dow s'accroissant de 1 100 %, de 985 en 1982 à 11 723 en 2000, et le TSX s'accroissant de 489 %, de 1935 à 11 389. L'indice de haute technologie NASDAQ a donné des résultats encore plus impressionnants avec une hausse de 2 100 %, de 250 à 5 500 pendant la même période.

« Celui qui ne tire aucune leçon de l'histoire est condamné à la voir se répéter. »
George Santayana

Comme en 1968, l'investisseur d'aujourd'hui se repose sur ses lauriers, convaincu que les actions continueront de lui donner un rendement extraordinaire pendant les 20 prochaines années. Il croit que le déclin constaté en 2000-2003 est chose du passé, qu'il a déjà vu le pire; il s'attend à voir son portefeuille continuer d'atteindre de nouveaux sommets, prenant suffisamment de valeur pour lui assurer une retraite confortable. Or, ce qu'il est capital de comprendre est que le marché haussier amorcé en 1982 **n'est pas la norme** : ce n'est qu'un cycle. Le cycle suivant, qui devrait durer une vingtaine d'années, a peu de chances de reproduire les mêmes résultats. En effet, sur le marché boursier nord-américain, il est plus probable qu'on assiste à une importante correction, voire à une stagnation semblable à celle des années 1970, qu'à une répétition des rendements des 25 dernières années. Pour que l'on assiste à une répétition du dernier marché haussier, il faudrait que le Dow atteigne 140 000 depuis son niveau actuel de 12 000. Pour l'investisseur qui a un horizon de placement de 50 ans, une stratégie d'achat et de conservation peut éventuellement être rentable, mais elle le tiendrait à l'écart d'un marché haussier dans le secteur des produits de base et des métaux précieux. Pour la génération du baby-boom, cependant, il est important de choisir la bonne catégorie d'actif pour ce cycle.

Cette analyse cyclique s'appuie sur un examen approfondi des conditions économiques actuelles. L'effet sur l'inflation de la hausse du prix du pétrole, le début d'un krach immobilier aux États-Unis, le risque de récession indiqué par une courbe des intérêts inversée, l'accroissement des tensions géopolitiques, un endettement record à tous les niveaux, des positions intenable dans les instruments dérivés et la croissance massive de la masse monétaire dans la plupart des pays sont autant de conditions qui rendent improbable une poursuite du marché haussier des actions. Pendant ce temps, les baby-boomers, qui représentent le plus grand segment de la population en Europe, au Japon, au Canada et aux États-Unis, échangeront leur demeure pour une plus petite et liquideront leur portefeuille de placement sur les 20 prochaines années afin d'augmenter leur revenu de retraite. Au cours des 25 prochaines années, les États-Unis devront s'occuper des 44 billions de dollars d'engagements non capitalisés de leurs programmes sociaux (*Social Security* et *Medicare*) lors du départ à la retraite des baby-boomers. L'état américain se verra dans l'obligation d'imprimer de plus en plus de billets verts pour financer ces obligations, car les solutions de rechange — une réduction des avantages sociaux ou une hausse

des impôts — ne sont pas acceptables au niveau politique. Or, le fait d'accroître la masse monétaire afin de financer des déficits budgétaires, des déficits courants et des dettes non provisionnées aura pour effet d'accroître le déclin du pouvoir d'achat et du cours du dollar américain. La plupart des autres pays, pour assurer que leurs exportations demeurent compétitives, se verront forcés d'augmenter leur propre masse monétaire, une tendance que l'on voit déjà à l'œuvre. Tout cela entraînera une hausse continue de l'inflation et une augmentation du prix des métaux précieux et des marchandises.

D'après une étude d'Ibbotson Associates, un portefeuille, pour être bien équilibré et diversifié, doit contenir de 7 à 16 % de métaux précieux en lingots afin d'en améliorer le rendement et d'en réduire la volatilité. Puisque les métaux précieux sont la catégorie d'actif dont la corrélation avec les actifs financiers traditionnels est la plus faible, cette position minimale protège le portefeuille contre les crises financières imprévues. Il est bon de noter, cependant, que cette étude adoptait une vision stratégique à très long terme; aucune tentative n'y était faite de tenir compte des vulnérabilités et des déséquilibres actuels décrits plus haut, ni de considérer une hausse possible de l'inflation en raison de l'augmentation de la masse monétaire. Ce qu'elle a confirmé, c'est que pendant les années 1970, une période où l'inflation était galopante, les métaux précieux se sont avérés la catégorie d'actif la plus performante.

David Ranson, président de Wainwright Economics, une firme de recherche et de stratégie en placements de Boston, a calculé que l'IPC actuel sous-estimait l'inflation. D'après lui, il se trouverait aux alentours de 8 %, plutôt qu'au niveau officiel de 3,2 %. Cette opinion est corroborée par John Williams, un économiste qui a calculé l'IPC avec une formule datant d'avant l'ère Clinton; lui aussi en est arrivé à un chiffre de 8 % pour l'inflation. Pendant les périodes d'inflation élevée, les obligations, loin d'être des placements sûrs, entraînent des pertes réelles du pouvoir d'achat, car leur rendement réel après impôt est nettement inférieur au véritable taux d'inflation. La valeur des actions souffre également pendant les cycles de haute inflation, comme ils l'ont fait dans les années 1970. Afin de protéger un portefeuille d'obligations contre l'inflation, Ranson a conclu qu'il fallait une pondération de 18 % répartie également en lingots d'or, d'argent et de platine. Dans le cas d'un portefeuille constitué exclusivement de titres, une pondération de 47 % serait requise.

Le portefeuille qu'on dit aujourd'hui équilibré, constitué typiquement de 60 % d'actions et de 40 % d'obligations, est voué à perdre de sa valeur réelle, année après année pendant le cycle d'inflation élevée qui s'annonce. Si la bourse venait à subir une correction importante ou que survenait une crise financière ou monétaire imprévue, le temps nécessaire pour rentabiliser ses placements pourrait s'avérer plus long que l'espérance de vie de la plupart des investisseurs. Alors que les médias et Wall Street célébraient le fait que le Dow avait atteint de nouveaux sommets en 2006, l'or, l'argent et le platine ont tous les trois offert un rendement nettement supérieur aux indices financiers traditionnels pendant cette même année. Bien qu'il ait atteint de nouveaux sommets, le Dow vaut maintenant moins que 50 % de ce qu'il valait en 2000 en termes d'or. Nous avons là des indicateurs clairs qu'un changement à la tendance cyclique s'est produit en 2000 et qu'il est fort probable qu'il faudra à cette nouvelle tendance une quinzaine d'années pour suivre son cours.

Pour obtenir les meilleurs résultats pendant un changement de tendance cyclique, il ne suffit pas de simplement conserver ses titres à long terme; il faut plutôt procéder à un rééquilibrage radical de son portefeuille. Pendant ce cycle, quiconque s'accroche à ses actifs financiers traditionnels risque d'être déçu, voire de subir une catastrophe. Pour contre les ravages de l'inflation et protéger leurs portefeuilles contre les crises inattendues, les investisseurs doivent rééquilibrer ceux-ci en y augmentant la pondération en actifs matériels, avec une attention particulière pour le pétrole et le gaz naturel, l'uranium, les services d'eau, les actions du secteur minier, ainsi que l'or, l'argent et le platine en lingots.

Pour être correctement diversifié et pour bénéficier d'une bonne couverture des risques, chaque portefeuille de placement doit être constitué sur une solide fondation de 7 à 15 % de métaux précieux en lingots. Pour réaliser un profit pendant le cycle actuel, voire même pour se maintenir à parité avec l'inflation réelle, une pondération nettement supérieure est nécessaire.



Le platine : méconnu et voué à un brillant avenir

On nous demande souvent « Pourquoi The Millennium BullionFund détient-il du platine? Pourquoi ne pas s'en tenir simplement à l'or et à l'argent? »

Le platine procure plusieurs avantages à un portefeuille de placement. Un portefeuille qui inclut les trois métaux précieux est pleinement diversifié au sein du groupe des métaux précieux, ce qui en réduit la volatilité tout en augmentant son rendement global. Bien qu'il existe d'autres métaux précieux — notamment le palladium, le rhodium et l'iridium — seuls l'or, l'argent et le platine servent à la fois d'actif monétaire et de produits de base industriels.

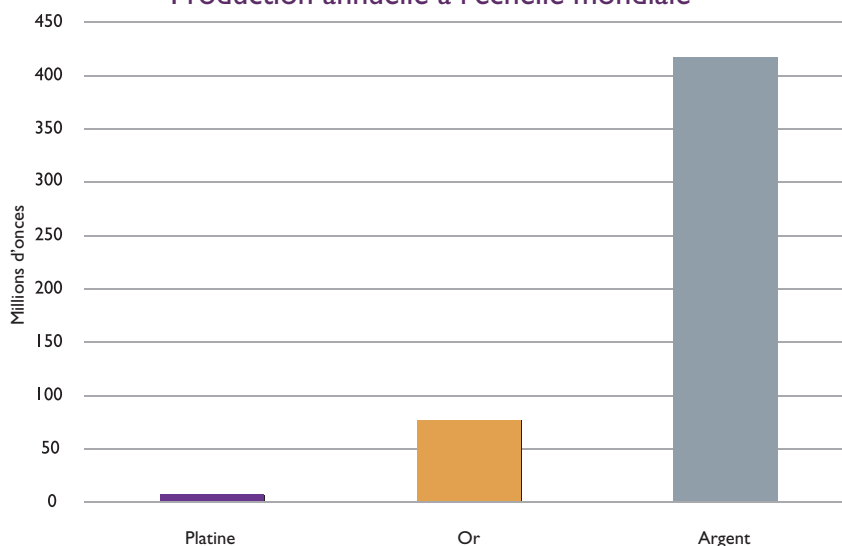
Si beaucoup d'investisseurs considèrent les métaux précieux avant tout comme des produits de base, c'est parfois leur rôle monétaire qui entraîne leur prix à la hausse. Si l'or et l'argent servent de monnaie depuis plus de 3000 ans, le platine est un joueur relativement récent. Les premières pièces en platine furent frappées en Russie en 1828. Pendant dix-huit ans, l'état russe frappa plus de 500 000 onces de platine, introduisant la notion que le platine, plus qu'un simple produit de base, avait, comme l'or, une valeur intrinsèque. Aujourd'hui, la plupart des Monnaies frappent des pièces d'or, d'argent et de platine. Ces trois métaux disposent des caractéristiques nécessaires pour servir de monnaie.

Le nom du platine est dérivé d'une expression espagnole signifiant « petit argent ». Les conquistadores furent les premiers à rapporter du platine en Europe avec l'or et l'argent pillé dans le Nouveau Monde. Au dix-neuvième siècle, le platine devint très recherché en joaillerie, certaines familles royales le préférant même aux autres métaux précieux.

Le platine est le plus rare des métaux précieux, ce que son prix démontre bien. Il faut d'énormes quantités de minerai — environ 10 tonnes — pour obtenir une seule once de platine. De plus, les procédés d'extraction et d'affinage sont très coûteux et demandent beaucoup de temps. L'excavation de dix tonnes de minerai prend 6 mois et une main-d'œuvre importante travaillant dans des conditions souvent dangereuses et dans des mines pouvant avoir plusieurs kilomètres de profondeur.

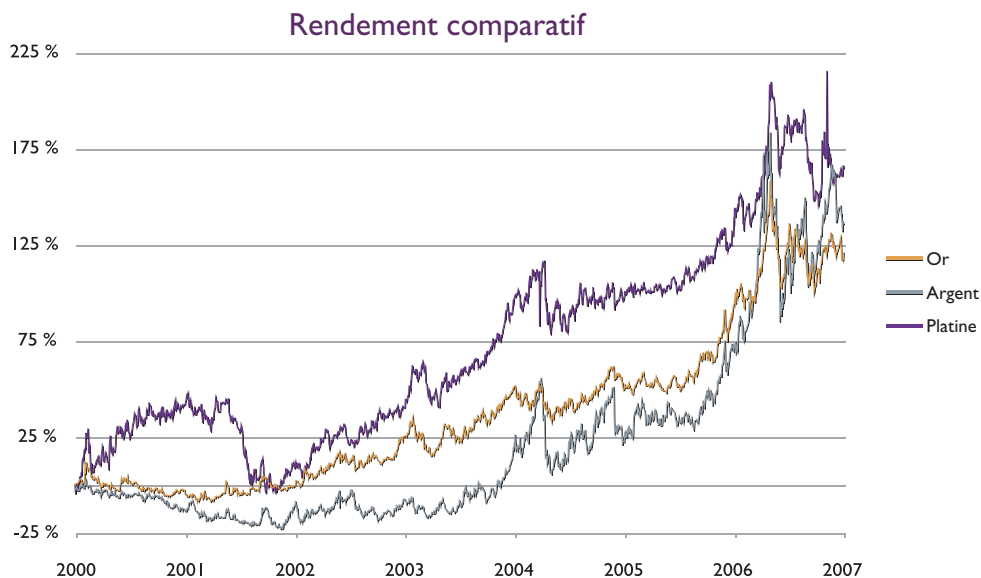
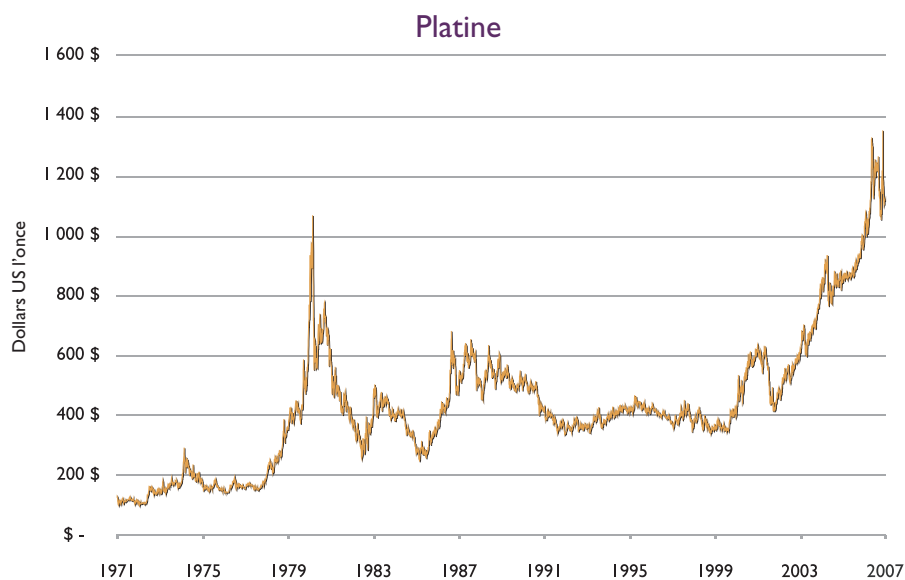
La production mondiale annuelle totalise environ 7 millions d'onces, à peine 10 % de la production mondiale de 76 millions d'onces d'or, et moins de 2 % de la production mondiale de 416 millions d'onces d'argent. Tout l'or extrait jusqu'à maintenant

Production annuelle à l'échelle mondiale



remplit un volume correspondant à un court de tennis de 3 mètres de hauteur, tandis que tout le platine extrait dans l'histoire remplirait à peine 25 pieds cubes, soit la taille d'un conteneur utilisé pour expédier une automobile.

Si les médias commencent à remarquer que l'or et l'argent ont atteint leur plus haut niveau depuis 25 ans, on a peu parlé du platine, même si sa croissance a été encore plus spectaculaire. Le 21 novembre 2006, le platine atteignait un sommet intrajournalier de 1 350 \$ l'once, pulvérisant son prix le plus élevé de tous les temps, 1 070 \$, atteint en 1980. En comparaison, l'or et l'argent se transigent encore sous le prix le plus élevé jamais atteint par chacun, soit 850 \$ et 50 \$ respectivement. Un autre fait largement passé sous silence est que la hausse en pourcentage du platine, 165 % depuis le début de 2000, est supérieure à la croissance de l'argent (150 %) et de l'or (120 %). Encore plus surprenant : les médias à grande diffusion ne mentionnent à peu près jamais le prix du platine.



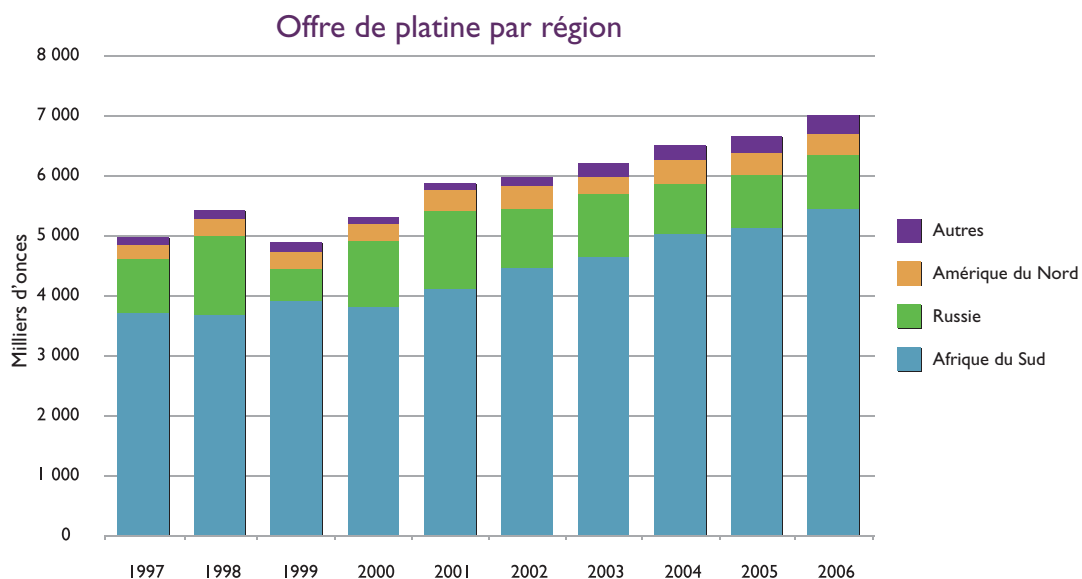
Si le platine a surpassé son sommet nominal de 1980, il lui reste encore beaucoup de chemin à faire pour atteindre l'équivalent ajusté pour tenir compte de l'inflation, soit 2 630 \$. Puisque la demande provenant des utilisations industrielles du platine continue de croître malgré une offre relativement stable provenant de l'exploitation minière, on peut s'attendre à ce que le prix de ce métal dépasse à plus ou moins brève échéance ce sommet corrigé de l'inflation.

Le marché haussier méconnu des trois métaux précieux — l'or, l'argent et le platine — est important pour les investisseurs. En effet, un portefeuille n'est pas pleinement diversifié s'il ne contient qu'un mélange d'actions, d'obligations et d'encaisse car, depuis 1969, la corrélation entre les actions et les obligations ne cesse d'augmenter. Parmi toutes les catégories d'actifs, les métaux précieux sont ceux présentant la plus faible corrélation avec les actifs financiers traditionnels, comme les actions et les obligations. Lorsque ces actifs baissent, les métaux précieux ont tendance à hausser, et vice versa, ce qui permet aux métaux précieux d'agir comme couverture du portefeuille. Aujourd'hui, chaque portefeuille peut bénéficier d'une position d'au moins 5 % en métaux précieux afin d'en réduire la volatilité et le risque.

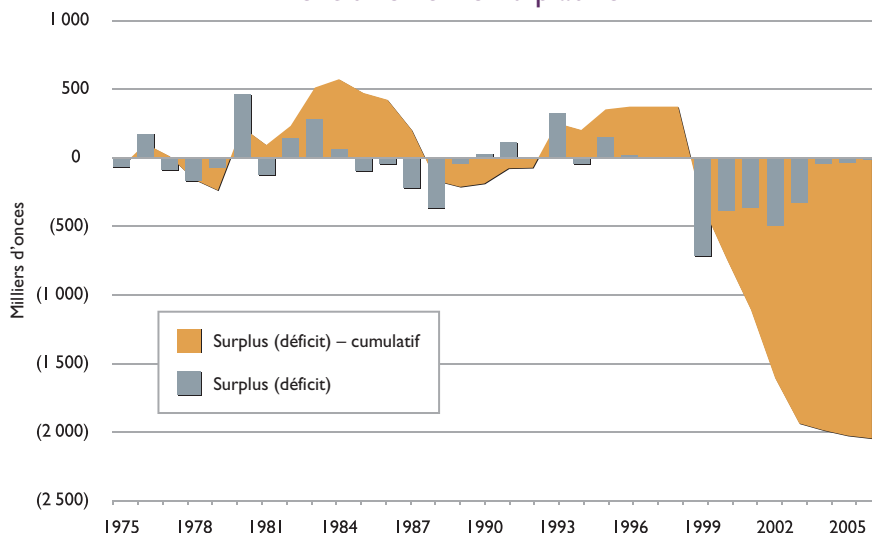
UNE OFFRE LIMITÉE

Le platine fait l'objet d'un marché haussier à long terme qui est fortement justifié par les bases de l'économie : l'offre est limitée et la ressource, difficile à exploiter. Les réserves totales mondiales pouvant être exploitées de manière rentable sont estimées à 3,5 milliards d'onces par l'US Geological Survey. Contrairement aux autres métaux et au pétrole, les gisements de platine se retrouvent seulement dans deux régions du monde. En raison des caractéristiques propres à ces gisements, les géologues doutent que l'on découvre d'importantes nouvelles réserves. L'Afrique du Sud et la Russie sont les principaux pays producteurs, le premier détenant 78 % de la production mondiale annuelle et 63 % des réserves, la Russie, environ 13 % de la production. Les Amériques sont des sources moins importantes. Contrairement au cas de l'or, il n'existe aucun grand gisement de platine à ciel ouvert. Toute interruption de l'exploitation minière — en raison de l'instabilité politique ou de conflits de travail, par exemple — peut catapulte le prix dans la stratosphère. Récemment, le coût de production en Afrique du Sud s'est mis à monter en raison de la force du rand et de la hausse du prix du pétrole. En Russie, la capacité de production a souffert lors de la période de transition qui a suivi l'effondrement de l'Union Soviétique; or, des sommes investies dans la modernisation des usines et des équipements pourrait entraîner une hausse importante de la production dans ce pays.

En 2006, l'offre totale provenant de l'exploitation minière était de 7 millions d'onces, l'Afrique du Sud produisant 5,4 millions d'onces et la Russie, 895 000 onces. L'Amérique du Nord, qui a produit 365 000 onces de platine, en a consommé 1 085 000 onces. Depuis 1997, la demande dépasse la production minière à raison de 8 285 millions d'onces,



Déficit de l'offre du platine

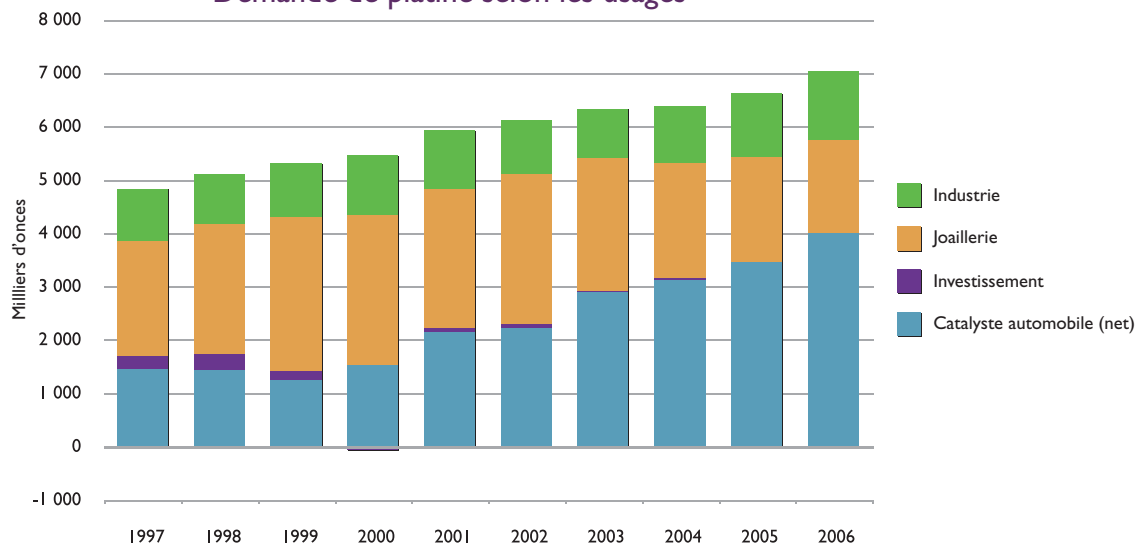


avec comme résultat que les stocks en surface ont été réduits de 2 590 millions d'onces pendant cette période. Quant au recyclage, il a permis de récupérer 5 695 millions d'onces.

DEMANDE INÉLASTIQUE

La demande pour le platine est passée d'environ 2,6 millions d'onces en 1975 à 7 millions d'onces aujourd'hui. Contrairement à l'or, plus de 50 % du platine produit est consommé (détruit) par ses usages industriels. Le platine est indispensable dans plusieurs procédés industriels en raison de ses caractéristiques physiques et chimiques uniques. Les propriétés catalytiques du platine, le fait qu'il soit inerte, sa durabilité, sa conductibilité électrique et son point de fusion élevé le rendent utile dans de nombreuses applications industrielles, tandis que sa rareté, sa résistance et sa beauté en font un choix populaire pour la bijouterie. La demande pour le platine est directement liée à la croissance économique; la demande croissante des économies émergentes risque de poser un défi vu la capacité de production actuelle. Environ 30 % des produits industriels fabriqués aujourd'hui contiennent du platine ou y font appel dans leur processus de fabrication.

Demande de platine selon les usages



Traitement de produits chimiques

Le platine est utilisé comme catalyseur dans le traitement de l'acide nitrique, des engrais, des fibres synthétiques et de divers autres matériaux. Il est possible de le recycler après le processus catalytique, ce qui rend la demande plutôt volatile. Cela étant dit, le platine demeure un ingrédient essentiel de plusieurs procédés catalytiques et il existe peu de substituts acceptables.

Électronique

On découvre presque quotidiennement de nouvelles utilisations du platine en électronique. Actuellement, on l'utilise dans les dispositifs à thermocouple qui mesurent la température avec un degré de précision élevé; dans les sondes de température et les revêtements optiques à couches minces; dans les fils et les bornes électriques utilisés en milieu corrosif ou à haute tension; dans le revêtement magnétique des disques durs à haute densité et de certains nouveaux appareils de stockage optique.

Verre

On utilise beaucoup le platine dans la production de verre, car sa dureté et son point de fusion élevé le rendent idéal pour les procédés difficiles exigeant une haute température. Il sert également beaucoup dans la production de fibre de verre. L'arrivée récente des technologies de communications par fibre optique est un nouveau facteur qui hausse la demande. Si la production de verre n'est actuellement qu'un composant relativement modeste de la demande totale, c'est néanmoins un secteur à forte croissance.

Pétrole

Le raffinage du pétrole brut est un secteur de croissance pour le platine, poussé par la croissance économique de l'Asie. Bien qu'il existe plusieurs technologies de séparation du pétrole brut, les traitements à base de platine sont ceux qui causent le moins de torts à l'environnement. À mesure que l'on construit de nouvelles raffineries et que les plus anciennes sont mises hors service, on devrait voir un accroissement de l'utilisation du platine dans le secteur des raffineries de pétrole.

Joannerie

La rareté et la beauté du platine en font le premier choix pour les bijoux les plus chers. En raison de sa dureté et de sa durabilité, on peut l'utiliser sous une forme extrêmement pure, ce qui donne des montures et des chatons plus solides. Ce métal résiste à l'oxydation et à toute altération de sa couleur. Son lustre brillant rend les diamants plus lumineux et rehausse la beauté de toutes les pierres précieuses. Par ailleurs, le platine est hypoallergénique, ce qui en fait le métal idéal pour les gens qui réagissent aux autres matériaux.

Catalyse dans le secteur de l'automobile

Le platine, avec le palladium, fait l'objet d'une forte demande de la part de l'industrie de l'automobile, qui en absorbe 33 % de l'offre annuelle. Depuis 1999 la demande de platine comme catalyseur dans ce secteur a plus que doublé, dû en grande partie à la capacité unique qu'a ce métal de neutraliser et d'extraire les émissions nocives du moteur. L'importance du platine au sein de cette industrie continuera de croître, car les gouvernements, voulant faire preuve de responsabilité environnementale, exigeront de plus en plus de réduction des émissions; de ce fait, la demande — et le prix — pourrait croître de manière exponentielle.

Les moteurs diesel, déjà très répandus en Europe et en Asie, sont de plus en plus populaires en Amérique du Nord. Actuellement, seul le platine peut servir comme catalyseur avec le diesel et seul ce métal peut servir dans les pays du tiers-monde, où les niveaux de soufre dans le carburant dépassent les limites acceptables.

Les voitures au diesel représentent déjà plus de 50 % du marché en Europe, où plusieurs modèles sont équipés de filtres à suies qui utilisent le platine en plus des catalyseurs d'oxydation. On s'attend à ce que la demande européenne pour la catalyse dans le secteur de l'automobile augmente de 15 % pour atteindre 2,25 millions d'onces en 2007.

En Amérique du Nord, plusieurs camions légers au diesel seront équipés pour la première fois de catalyseurs en 2007; on s'attend également à une hausse de l'utilisation du platine dans les plus gros camions. On prévoit que la consommation de platine par l'industrie de l'automobile en Amérique du Nord haussera de 5 % en 2007 pour atteindre 1,5 million d'onces.

Piles à combustible

Les industriels explorent actuellement la possibilité d'utiliser des piles à combustible pour alimenter les voitures électriques, une nouvelle application du platine qui pourrait en hausser nettement la demande. Dans les piles à combustible, le platine sert de catalyseur dans une réaction chimique qui utilise l'hydrogène pour produire de l'énergie électrique sans dégager de produits nocifs.

AVANTAGES POUR L'INVESTISSEUR

Selon des données récentes publiées par *Platinum Today*, la vaste majorité des investisseurs ne suivent aucunement le cours des métaux précieux et détiennent un portefeuille qui n'est pas diversifié, ce qui les met à risque en cas de marasme économique, de crise financière et d'inflation. Parmi les investisseurs détenant une position en métaux précieux, la plupart se concentrent sur l'or, un petit nombre y incluant également l'argent. Plusieurs pensent que détenir des actions de sociétés minières suffit aux fins de la diversification. Bien que le prix des actions de sociétés minières suive généralement le prix des métaux, il arrive, comme ce fut le cas lors du déclin des marchés en 1987, que la baisse de ces actions soit plus forte que celle du marché global des actions, malgré une hausse du prix de l'or. Par exemple, lors des années 1970, le rendement du prix de l'or a été le double de celui des actions de la société Homestake Mining. Malgré tout cela, peu d'investisseurs ont dans leur portefeuille du platine en lingots, le métal précieux présentant le meilleur rendement.

Par ailleurs, en ce qui concerne le platine, il y a très peu de choix d'actions. Les plus importants producteurs sont des sociétés sud-africaines, comme Impala Platinum et Anglo-American Platinum. Les producteurs nord-américains, comme Stillwater Mining ou North American Palladium, sont principalement des producteurs de palladium, pour qui le platine est un sous-produit.

D'après une étude de Wainwright Economics, une firme de recherche et de stratégie en placements de Boston, le platine est le premier indicateur de l'inflation. Alors que l'or et l'argent précèdent l'inflation de 12 mois, le platine la précède de 16 mois. On a pu confirmer cela lors du marché haussier actuel : le prix du platine s'est mis à grimper en 1999, alors que ceux de l'or et de l'argent ont attendu jusqu'en 2001.

Principaux indicateurs d'inflation dans le marché des produits de base

Mesures en fonction du marché des obligations du Trésor, 1974 à aujourd'hui

Produit de base ou indice	Délai (mois)	Coefficient de corrélation
Platine	16	0,762
Argent	14	0,760
Or	12	0,726
Obligations canadiennes (CRB)	4	0,489
Matières premières industrielles	4	0,450
Pétrole brut (Brent)	-1	0,541

Données : *Metals Week*, Bridge Commodity Research Bureau.

Tous les montants en dollars sont exprimés en devises américaines, sauf indication contraire.

« La seule catégorie d'actif qui vaut mieux que l'or
comme couverture contre l'inflation est un bouquet
contenant également de l'argent et du platine. »

David Ranson, président de Wainwright Economics

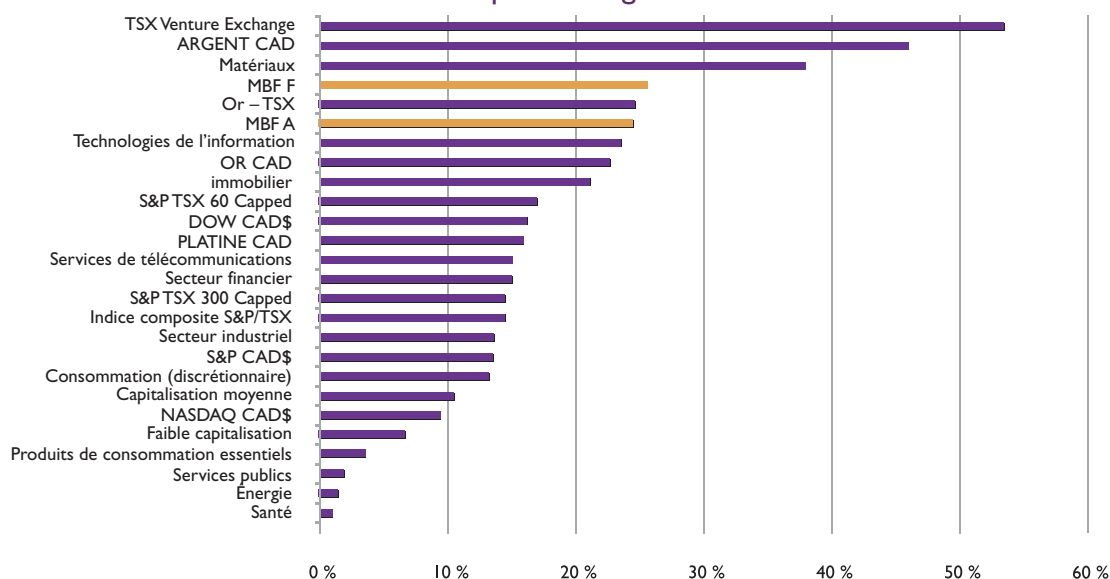
Revue de l'année 2006

Pour la plupart des investisseurs, 2006 fut une bonne année. L'indice Dow Jones Industrial Average (Dow) a atteint un nouveau sommet de 12 500, entraînant des rendements de 15 % en dollars US. La Bourse de Toronto (TSX) a également atteint un nouveau sommet, avec des gains de 13 %. L'inflation s'est maintenue à un taux officiel de 2,5 %, aussi bien aux États-Unis qu'au Canada. Le seul secteur décevant fut celui des fiducies de revenu, qui a essuyé des pertes de 2,7 % en raison de la modification des règles fiscales.

Le tableau suivant de tous les principaux indices et sous-indices des États-Unis et du Canada démontre que l'argent a eu un rendement supérieur à tous les actifs financiers aux États-Unis, et à tous sauf l'indice Venture Exchange au Canada, générant un rendement de 46 % en dollars US et en dollars canadiens. Quant à l'or, il a battu tous les indices à l'exception des télécommunications et des banques aux États-Unis, et des technologies de l'information, des matériaux, de l'indice Venture Exchange et de l'indice diversifié des métaux et des sociétés minières au Canada. D'une encore plus grande importance est le fait que le rendement de l'or en dollars US a surpassé tous les principaux indices miniers tels que le XAU (or et argent) et le HUI (actions d'exploitation de l'or non couvertes) et que son rendement en dollars canadiens n'a été que légèrement inférieur à l'indice TSX de l'exploitation de l'or.

Les parts de catégorie A du Millennium BullionFund en dollars canadiens et US ont réalisé un meilleur rendement que le prix au comptant de l'or, net après tous les frais et charges, en raison de l'argent et du platine que détient le fonds.

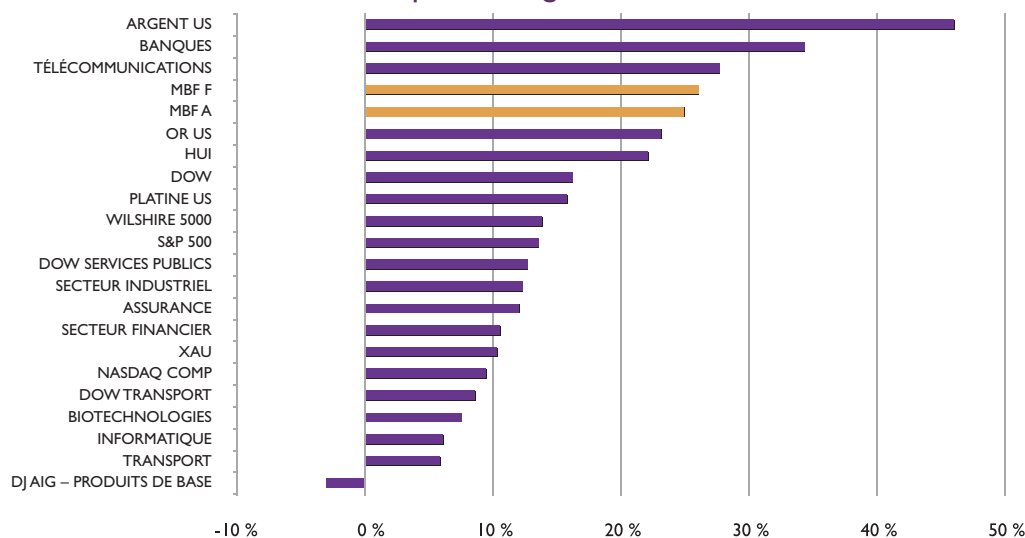
Évolution en pourcentage des indices canadiens – 2006



Les mesures de rendement de l'or qui font appel aux comparaisons habituelles donnent un portrait incomplet, car elles ne tiennent pas compte du rôle de l'or comme monnaie; elles le considèrent seulement comme produit de base. Puisque l'or possède une longue histoire à titre de monnaie — 3 000 ans comparativement à 36 pour le dollar US purement fiduciaire — on obtient des résultats plus précis en le comparant aux devises. Par exemple, le rendement du Dow en euros n'a été que de 4 %, celui du TSX en euros se limitant à un gain de 3 %. Lorsque l'on regarde l'or et l'argent comme des devises ainsi que des produits de base, on a une nouvelle perspective.

En 2006, si l'on utilise l'or comme mesure, le Dow a perdu 6 %. En janvier 2006, il fallait 20,9 onces d'or pour acheter le Dow. À la fin de l'année, l'investisseur n'aurait reçu en retour que 19,7 onces. Puisque les indices boursiers ont réalisé des gains, ils ont fait l'objet d'impôts, ce qui réduirait encore la quantité d'or reçue.

Évolution en pourcentage des indices américains – 2006



En termes d'argent, la différence est encore plus marquante. En janvier 2006, il fallait 1 214 onces d'argent pour acheter le Dow. À la fin de l'année, l'investisseur n'aurait reçu en retour que 966 onces, soit une perte avant impôts de 20,4 %.

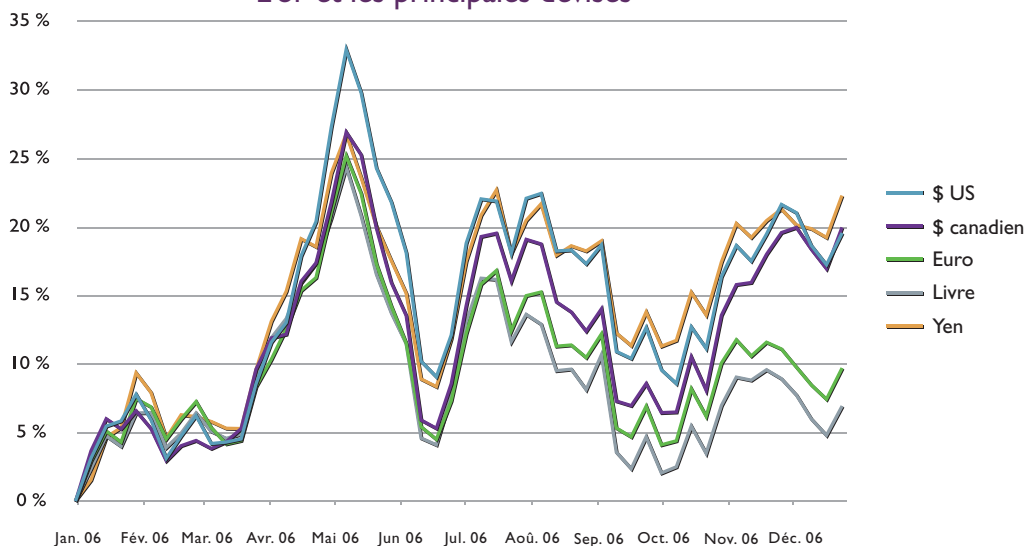
Cet exemple s'applique également aux titres boursiers canadiens. Le TSX, dont la pondération en produits de base est très grande, a atteint de nouveaux sommets en 2006, réalisant un rendement annuel composé de 13 %, ce qui semble plutôt bien; néanmoins, en termes d'or, il a réalisé une perte. L'investisseur qui aurait vendu de l'or pour acheter le TSX à la fin de 2005 se retrouverait aujourd'hui avec 7 % moins d'or. S'il l'avait acheté avec de l'argent ou du platine, il se retrouverait avec 22 % moins d'argent et 1 % moins de platine.

	2000	2006
TSX	8 933,7	12 908,4
Or	21,9 oz	17,6 oz
Argent	1297,1 oz	858,7 oz
Platine	9,9 oz	9,9 oz

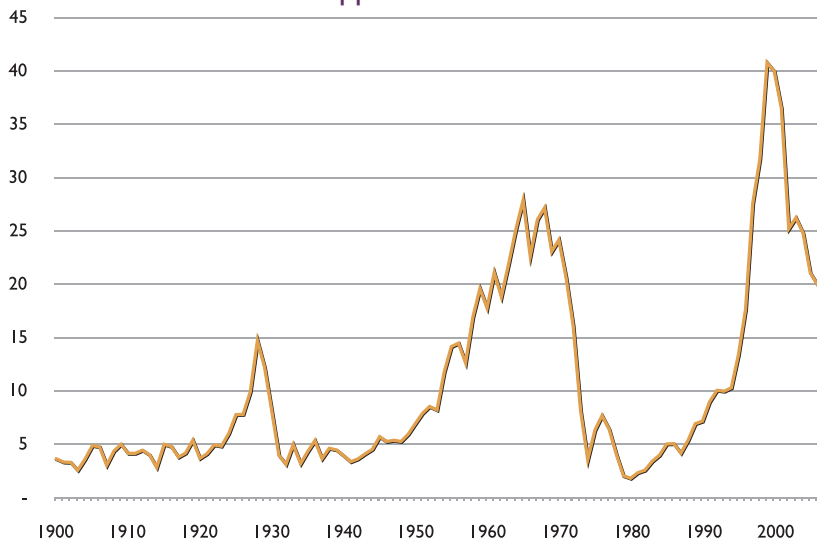
Depuis son sommet précédent de 2000, le Dow a mis sept ans pour réaliser un rendement annuel composé de 1,2 %. Cela s'est soldé par une perte corrigée pour l'inflation de 50 % avant impôts en utilisant les données officielles, qui sous-estiment probablement l'inflation. Quant au S&P 500, il ne s'est pas encore rentabilisé et le NASDAQ, lui, se trouve toujours à un niveau 66 % plus bas. Pendant la même période, le prix de l'or a doublé et le rapport Dow:or a chuté d'un maximum de 44:1 en 2000 à 19:1 le 31 décembre 2006. Ce rapport, par ailleurs, est une mesure extrêmement utile, qui aide à décider quand il est temps de surpondérer un portefeuille en actifs financiers plutôt qu'en actifs matériels. Lorsque le rapport Dow:or est à la hausse (1920 à 1929; 1945 à 1968; 1982 à 2000), on doit surpondérer les portefeuilles en actifs financiers. Lorsque ce rapport chute (1929 à 1935; 1968 à 1980; 2000 à 2007), il est temps de surpondérer les portefeuilles en métaux précieux et en actifs matériels (voir le graphique du rapport Dow:or à la page suivante).

Il est important de faire toutes les comparaisons avec l'or comme s'il s'agissait d'une devise : comment s'est maintenu son taux de change, par exemple, et comment a-t-il protégé le pouvoir d'achat? En ce qui a trait au pouvoir d'achat, toutes les devises ont reculé par rapport à l'or en 2006.

L'or et les principales devises



Rapport Dow:Or



Il est facile d'expliquer la hausse du prix des métaux précieux lorsque l'on tient compte du taux de dépréciation des devises. Malgré que la réserve fédérale des États-Unis ait cessé en mars 2006 de publier son rapport de masse monétaire M3, plusieurs analystes ont reconstitué les données pour conclure qu'elle aurait augmenté de 11 % en 2006 pour atteindre la somme effarante de 12,5 billions. Ainsi, depuis 2000, la masse monétaire américaine aurait augmenté de 50 %. À la lumière de ces faits, d'autres pays ont également accru leur masse monétaire afin d'éviter que leur monnaie gagne trop de valeur par rapport au dollar US, ce qui nuirait à la compétitivité de leurs exportations (voir le tableau à la page 16).

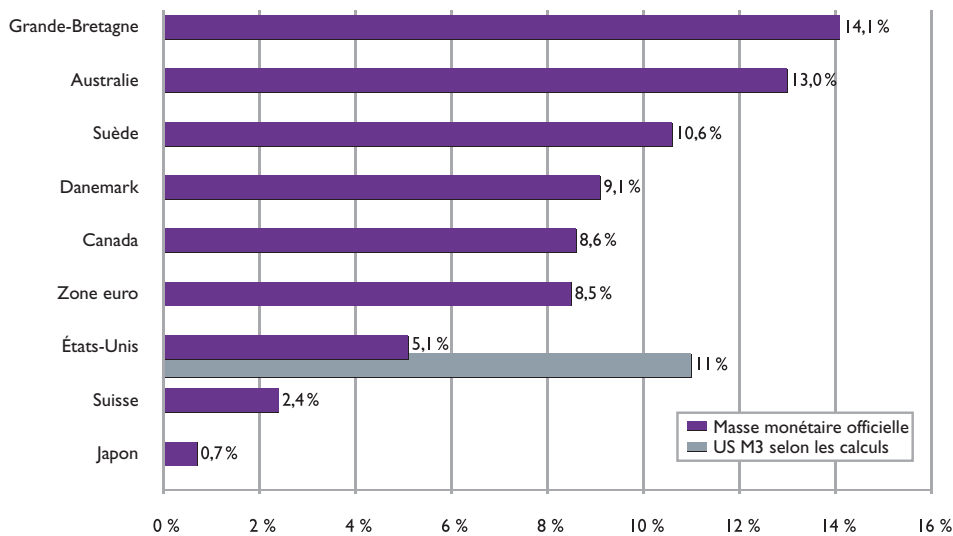
Mesuré en termes du pouvoir d'achat, en utilisant un indice des prix à la consommation (IPC) de 2,5 %, l'or a vu son pouvoir d'achat multiplié par six (approximativement) en dollars canadiens et en dollars US.

L'année 2006 a également vu d'autres sommets. Le prix du platine a atteint 1 350 en novembre 2006, dépassant son record de 1 070 \$ établi en 1980. D'après une étude effectuée par Wainwright Economics, une firme de recherche et de stratégie en placements de Boston, le platine est le premier indicateur d'une hausse future de l'inflation. Depuis 2001, le rendement du platine a dépassé ceux de l'or et de l'argent; sa hausse de prix s'est amorcée près de six mois avant le début du marché haussier de l'or et de l'argent.

« Je crois que nous allons voir le rapport Dow:or chuter près de 1. Si ce rapport revient à 1, cela voudra dire d'après moi que l'or et le Dow se trouveront entre 2000 et 2500. Fantaisiste, impossible, absurde? Voilà des mots qu'on ne doit jamais appliquer aux marchés, car en ce qui les concerne, tout peut arriver! »

Richard Russell

Croissance de la masse monétaire



Au mois d'août, le prix du pétrole a atteint le niveau record de 80 \$ le baril. La hausse du prix du pétrole est également annonciatrice d'une hausse de l'inflation.

Aux États-Unis, les indicateurs économiques continuent de se détériorer, le déficit ayant atteint un nouveau record à 7 % du PIB. Le déficit commercial des États-Unis, à 772 milliards, a également atteint un nouveau record de 6,5 % du PIB, incluant un déficit quotidien de 800 millions avec la Chine.

Les instruments dérivés, que l'on comptabilise maintenant à 370 billions, ont accusé une croissance de 24 % en 2006. L'énormité de ce chiffre est difficile à comprendre, mais on en évalue mieux le risque en considérant que les actifs financiers mondiaux sont estimés à 140 billions et que le PIB mondial est de 44 billions, celui des États-Unis étant de 12 billions. En cas de dégageement, les pertes pourraient facilement dépasser les actifs disponibles.

Si la vente et surtout la location par les banques centrales ont contribué à faire chuter le prix de l'or au cours des 20 dernières années, il semble que le vent ait tourné. Au Royaume-Uni, le parlement a critiqué le chancelier de l'Échiquier, Gordon Brown, pour avoir vendu 50 % des réserves d'or de la Banque d'Angleterre au creux du marché, en 1997 et 1998. Jusqu'à présent, cela représente une perte de plus de 4,5 milliards de livres. Bien que les signataires de l'Accord de Washington auraient pu vendre 500 tonnes d'or en 2006, les ventes totales n'ont été que de 350 tonnes. Plusieurs pays, parmi eux la Chine, la Russie, l'Iran et les Émirats arabes unis, ont annoncé qu'ils prévoyaient diversifier leur avoir en dollars US et accroître leurs réserves d'or. La Russie, notamment, annonçait vouloir accroître ses réserves d'or de 5 % à 10 % en y ajoutant 2 000 tonnes. Cela correspond à environ 80 % de la production mondiale annuelle et plus de dix années de production Russe. Si d'autres pays commencent à ressentir de la nervosité par rapport au déclin de leurs réserves en dollars US, une hausse de la demande en provenance des banques centrales pourrait pousser le prix de l'or à la hausse.

Si certains attribuent la croissance du prix de l'or à la demande accrue provenant d'Asie dans le secteur de la joaillerie, l'importante hausse de la demande provient des producteurs d'or, qui cherchent à tout prix à réduire la couverture du risque associée à leur production. En effet, dans le passé, certaines sociétés minières ont vendu leur production à découvert, à prix fixe. Avec la hausse du prix de l'or, cependant, ces ventes à découvert se sont vite transformées en pertes importantes. En 1998, des opérations de couverture imprudentes ont causé l'insolvabilité des sociétés Cambior et Ashanti à l'intérieur de quelques mois. D'après Gold Fields Mineral Services Limited, sur la production d'or totale de 2 467 tonnes en 2006, les sociétés minières ont elles-mêmes racheté 397 tonnes, ce qui représente une hausse de 500 % par rapport à 2005. Cela laisse tout de même 1 478 tonnes sous le coup d'opérations de couverture. À mesure que s'accroît le prix de l'or, les sociétés minières devront racheter leur production vendue à découvert afin de maximiser leurs résultats.

Tous les montants en dollars sont exprimés en devises américaines, sauf indication contraire.

« Parmi les principales catégories d'actifs, les titres et l'habitation sont détenus à l'excès par les investisseurs partout dans le monde. La catégorie d'actif sous-détenue est celle des métaux précieux, l'or et l'argent. Lorsque les marchés boursiers commenceront à souffrir en raison des caisses de retraite qui liquident leurs actifs, l'or et l'argent serviront de refuges. »

Ned Schmidt - Éditeur, *Value View Gold Report*

Perspectives pour 2007

À l'approche de l'année 2007, il semble que les investisseurs fassent preuve de complaisance, contents de se concentrer sur les nouveaux sommets atteints par les marchés boursiers de la planète, sur la croissance économique positive et sur les taux d'inflation modestes. Cet optimisme fait abstraction des implications mondiales à long terme d'une faiblesse prolongée de la monnaie de réserve mondiale, le dollar US. La chute de 8,2 % de la valeur du dollar US en 2006, qui suit une chute de 30 % depuis son sommet atteint en 2001, se poursuivra probablement en 2007, car les déficits budgétaires et les déficits courants — qui atteignent des niveaux records — ne semblent pas vouloir s'améliorer. Au-delà de cette vulnérabilité des États-Unis, la vision en rose de l'économie oublie également de tenir compte de l'énorme augmentation des liquidités mondiales causée par une hausse supérieure à 10 % de la masse monétaire dans la plupart des pays.

Lorsque l'on regarde sous la surface, le paysage financier prend une toute autre allure au début de l'année 2007. Alors que les investisseurs placent une part croissante de leurs économies sur les marchés boursiers, les dirigeants d'entreprises vendent leur participation au rythme le plus rapide des 20 dernières années. La dernière fois que l'on a constaté un taux élevé de vente par les dirigeants était avant la correction boursière de 2000, ce qui n'annonce rien de bon pour le rendement des actions en 2007 et au-delà.

Bien que les sources officielles utilisent l'indice des prix à la consommation (IPC) pour mesurer l'inflation, plusieurs analystes sont d'avis que celui-ci sous-estime le véritable taux d'inflation; ils sont convaincus que ce taux se trouverait aujourd'hui aux alentours de 8 à 9 %, plutôt qu'au niveau officiel de 2,5 %. Une augmentation de la masse monétaire étant la véritable définition de l'inflation, le fait que celle-ci augmente de plus de 10 % dans plusieurs pays tend à confirmer qu'une hausse de l'inflation est dans les cartes. Si le taux de 8 à 9 % est en effet une mesure exacte de l'inflation actuelle, alors les obligations sont une fois de plus devenues des « certificats de confiscation », causant une perte de 4 à 5 % par année du pouvoir d'achat avant impôts. Les actions souffrent également lorsque l'inflation est à la hausse, comme ce fut le cas lors des années 1970.

À la croissance des liquidités, on doit également ajouter l'essor des instruments dérivés comme inquiétude supplémentaire. Lors d'un discours au Congrès des États-Unis en octobre 1998, Alan Greenspan, l'ancien président de la Réserve fédérale, a servi une mise en garde concernant les instruments dérivés : « *À l'occasion, des erreurs seront commises, comme ce fut le cas à LTCM. Et je suis prêt à prédire — sans savoir par qui ni où — qu'il s'en commettra encore beaucoup. Je soupçonne qu'il existe un potentiel pour de nombreuses catastrophes, pouvant éventuellement se dénombrer par centaines.* » À cette époque, la valeur totale des instruments dérivés se limitait à 70 billions. Aujourd'hui, d'après la Banque des règlements internationaux, la valeur nominale des instruments dérivés sur les obligations de sociétés, les devises, les taux d'intérêt, les produits de base et les actions totalisent 370 billions. Seulement en 2006, la valeur des instruments dérivés s'est accrue de 24 %, la plus forte hausse en pourcentage depuis 1998. En 2003, Warren Buffett déclarait : « *En ce qui me concerne, les instruments dérivés sont des armes financières de destruction massive, porteuses de dangers qui, s'ils sont actuellement latents, pourraient s'avérer catastrophiques.* » Bien que personne ne puisse prédire quand un événement surviendra — comme l'effondrement d'un fonds de couverture fortement endetté ou le défaut de paiement d'un petit pays du tiers-monde — qui puisse déclencher une crise des instruments dérivés, le risque croît de manière exponentielle. L'essor des instruments dérivés entraîne avec lui le risque accru d'un effondrement du système mondial. Si ce la se produit, on verra une hausse du prix des métaux précieux; et il sera alors trop tard pour profiter de la protection qu'ils offrent.

Toute poursuite du déclin du dollar US — ou un déclin de la valeur des actions, des obligations, de l'immobilier ou des hypothèques aux États-Unis — pourrait entraîner l'exode du capital étranger et forcer un dénouement des opérations spéculatives sur le yen. Au cours des deux dernières décennies, les spéculateurs et les banques centrales étrangères ont canalisé des milliards de dollars dans les marchés américains. Des fonds de couverture et des banques contractent des emprunts en yens à un taux d'intérêt très faible; ils convertissent ensuite les sommes en dollars US qu'ils investissent dans des actifs financiers américains. Cette stratégie fonctionne aussi longtemps que la valeur du yen baisse par rapport dollar et que les taux d'intérêt sont plus élevés aux États-Unis qu'au Japon. Si ces conditions se renversaient, les spéculateurs devraient dénouer leur position. Ils seraient forcés de vendre leurs actifs américains et de convertir les dollars US en yens

pour rembourser leurs emprunts. Un tel dénouement ne ferait qu'exacerber le problème en accroissant la valeur du yen, réduisant de ce fait la valeur du dollar US et des actifs financiers américains. Pendant ce temps, le prix des métaux précieux gonflerait encore plus rapidement qu'en 2006.

Mais de toutes les vulnérabilités financières qui guettent les investisseurs aujourd'hui, c'est l'effondrement de la bulle immobilière américaine qui risque d'être le plus catastrophique. Cette bulle, qui a pris son essor grâce aux politiques monétaires peu restrictives de la Réserve fédérale et aux produits hypothécaires agressifs, a commencé à se dégonfler en 2005. L'effondrement s'est poursuivi en 2006 et il s'accélère en 2007. Les krachs immobiliers durent en moyenne huit ans; celui-ci ne fait que commencer et ses effets ne se sont pas encore fait sentir sur l'économie et les marchés boursiers.

Lors du quatrième trimestre de 2006, les ventes de maisons neuves accusaient une baisse de 17,1 % par rapport à l'exercice précédent. À l'échelle du pays, le stock d'habitations invendues neuves et existantes a atteint l'équivalent de plus de huit mois de ventes, atteignant l'équivalent de plusieurs années dans certains marchés. Le prix médian des habitations neuves a chuté de 1,2 % en 2006, celui des habitations existantes faisant du sur-place. Au quatrième trimestre, d'après la National Association of Realtors, le prix des habitations existantes a baissé de 2,7 % par rapport à l'exercice précédent. C'est la pire chute jamais enregistrée entre deux exercices et elle suivait une baisse de 1 % au troisième trimestre. Dans les marchés de villégiature, notamment dans certaines régions de la Floride, on a constaté au quatrième trimestre un déclin pouvant atteindre jusqu'à 19 %. Selon Robert Toll, président de Toll Brothers, un des premiers constructeurs d'habitations des États-Unis, le marasme actuel est le pire des 40 dernières années.

En 2006, on a vu une hausse de 50 % des habitations saisies pour défaut de paiement de l'hypothèque, ce qui a touché plus d'un million de propriétaires. La valeur des hypothèques à taux variable arrivant à échéance en 2007 est de 1,8 billions de dollars (elle était de 1 billion en 2006); on devrait donc voir le nombre de saisies s'accroître. Certains estiment que 25 % des nouveaux propriétaires d'habitations n'ont pu obtenir un prêt hypothécaire qu'en le contractant à taux variable avec un taux d'intérêt initial aussi bas que 2 %. Au moment de les renouveler à un taux plus élevé de 4 % ou 5 %, plusieurs propriétaires se voient incapables de régler leurs versement hypothécaires. Une fois que les prix se seront mis à baisser, plusieurs propriétaires se retrouveront en possession d'un avoir négatif et ne seront pas en mesure d'effectuer leurs versements hypothécaires à un taux plus élevé. Cela ne fera qu'augmenter le stock d'habitations invendues, qui ajoutera une pression à la baisse sur les prix.



Historiquement, les effets d'un krach immobilier aux États-Unis sont extrêmement négatifs. Parmi les dix dernières baisses importantes dans l'habitation, huit furent suivies d'une récession. Le pourquoi de cela devient évident quand on sait que plus que 50 % de tous les emplois créés lors des cinq dernières années étaient liés à l'habitation. Toute l'activité économique engendrée par la construction d'habitations — les nouvelles hypothèques, les frais des agents immobiliers, les sommes dépensées pour le mobilier et les électroménagers ainsi que celles remises aux peintres et aux ouvriers — ainsi que son effet sur les dépenses des ménages, ont largement contribué à sortir l'économie de la récession en 2001 et 2002. Vu l'importance de la vente des habitations et de la construction lors de la croissance, il serait naïf d'ignorer leur importance lors d'un déclin.

À l'amorce de l'année 2007, Ben Bernanke, le nouveau président de la Réserve fédérale, doit relever un énorme défi. Il doit choisir entre protéger le dollar US contre une poursuite de sa baisse en haussant les taux d'intérêt ou protéger l'économie et le marché du logement en les baissant. Le premier choix nuirait à l'économie, ainsi qu'aux marchés du logement, de la Bourse et des obligations, ce qui pourrait forcer les investisseurs étrangers à délaisser les actifs américains. Le second choix donnerait peut-être un coup de pouce à ces marchés, mais entraînerait une poursuite de la chute du dollar US et un dénouement des opérations spéculatives sur le yen. Dans l'un comme dans l'autre des cas, les investisseurs étrangers risquent de chercher refuge ailleurs, ce qui avantagera les métaux précieux.

Que l'on détienne les métaux précieux aux fins de diversification, de couverture ou de préservation du patrimoine, 2007 n'est pas une bonne année pour sous-pondérer son portefeuille de placements en métaux précieux.

Tous les montants en dollars sont exprimés en devises américaines, sauf indication contraire.

États financiers

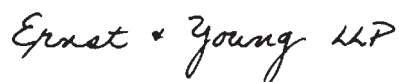
Rapport des vérificateurs

Aux porteurs de parts de **The Millennium BullionFund**,

Nous avons vérifié les états du portefeuille de placements de The Millennium BullionFund [le « fonds »] au 31 décembre 2006, les états de l'actif net aux 31 décembre 2006 et 2005 ainsi que les états des résultats et de l'évolution de l'actif net pour les périodes terminées à ces dates. La responsabilité de ces états financiers incombe au gestionnaire de fonds. Notre responsabilité consiste à exprimer une opinion sur ces états financiers en nous fondant sur nos vérifications.

Nous avons effectué nos vérifications conformément aux normes de vérification généralement reconnues au Canada. Ces normes exigent que la vérification soit planifiée et exécutée de manière à fournir l'assurance raisonnable que les états financiers sont exempts d'inexactitudes importantes. La vérification comprend le contrôle par sondages des éléments probants à l'appui des montants et des autres éléments d'information fournis dans les états financiers. La vérification comprend également l'évaluation des principes comptables suivis et des estimations importantes faites par la direction, ainsi qu'une appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers.

À notre avis, ces états financiers donnent, à tous les égards importants, une image fidèle des placements du fonds au 31 décembre 2006, de son actif net aux 31 décembre 2006 et 2005 ainsi que des résultats de son exploitation et de l'évolution de son actif net pour les périodes terminées à ces dates selon les principes comptables généralement reconnus au Canada.



Comptables agréés
Toronto, Canada,
Le 7 mars 2007

ÉTATS DE L'ACTIF NET

Aux 31 décembre	2006 \$	2005 \$
ACTIF		
Or, argent et platine en lingots, à la valeur marchande [coût moyen de 66 211 454 \$; 36 752 365 \$ en 2005]	84 946 726	41 863 331
Encaisse	2 139 515	876 881
Débiteurs divers	-	118
Souscriptions à recevoir	296 158	52 090
	87 382 399	42 792 420
PASSIF		
Frais de gestion à payer	145 412	-
Créditeurs et charges à payer	212 523	79 970
Rachats à payer	48 611	103 332
	406 546	183 302
Actif net correspondant à l'avoir des porteurs de parts	86 975 853	42 609 118
Catégorie A	66 299 404	33 855 256
Catégorie E01	4 138 965	-
Catégorie F	7 758 537	5 949 475
Catégorie G01	559 061	-
Catégorie G05	1 826 636	262 709
Catégorie G09	1 307 175	371 382
Catégorie G10	522 251	-
Catégorie G11	4 563 824	2 170 296
	86 975 853	42 609 118
Valeur liquidative par part		
Catégorie A	8,20	6,59
Catégorie E01	8,44	-
Catégorie F	8,42	6,70
Catégorie G01	8,27	-
Catégorie G05	8,78	7,02
Catégorie G09	8,32	6,61
Catégorie G10	8,26	-
Catégorie G11	8,31	6,60

Voir les notes afférentes aux états financiers.

Au nom du conseil d'administration de Bullion Management Services Inc.,
à titre de fiduciaire et gestionnaire de The Millennium BullionFund,



Nick Barisheff,
Administrateur



Larry Gamble,
Administrateur

ÉTATS DES RÉSULTATS

Exercices terminés le 31 décembre

	2006	2005
	\$	\$
GAIN (PERTE) MATÉRIALISÉ(E) ET LATENT(E) SUR LES PLACEMENTS		
Gain net matérialisé sur les placements	877 313	14 180
Gain net (perte nette) matérialisé sur change	(4 952)	1 842
Variation de la plus-value latente des placements	13 623 482	5 105 886
Gain de placement net	14 495 843	5 121 908
REVENUS DE PLACEMENT		
Frais de rachat anticipé	269 762	11 553
Intérêt	5 845	1 692
	275 607	13 245
CHARGES		
Frais de gestion [note 4]	1 372 311	644 068
Frais d'établissement des rapports du porteur de valeurs	318 667	191 134
Frais d'entreposage des lingots	212 895	93 268
Taxe sur les produits et services	121 065	58 350
Autres charges administratives	47 467	41 505
Honoraires d'avocats	52 211	58 139
Honoraires des vérificateurs	39 795	34 904
Intérêts et frais bancaires	3 082	776
	2 167 493	1 122 144
Charges imputées au gestionnaire [note 4]	131 116	175 177
	2 036 377	946 967
Perte de placement nette pour l'exercice	(1 760 770)	(933 722)
Augmentation de l'actif net résultant de l'exploitation	12 735 073	4 188 186
Augmentation (baisse) par catégorie de l'actif net résultant de l'exploitation		
Catégorie A	9 594 062	3 320 061
Catégorie E01	699 989	-
Catégorie F	1 094 746	687 678
Catégorie G01	15 403	-
Catégorie G05	163 015	25 331
Catégorie G09	432 683	18 845
Catégorie G10	(21 980)	-
Catégorie G11	757 155	136 271
Augmentation (baisse) par part de l'actif net résultant de l'exploitation		
Catégorie A	1,41	0,79
Catégorie E01	1,42	-
Catégorie F	1,59	0,83
Catégorie G01	0,59	-
Catégorie G05	1,25	0,70
Catégorie G09	1,10	0,81
Catégorie G10	(0,35)	-
Catégorie G11	1,83	0,52

Voir les notes afférentes aux états financiers.

ÉTATS DE L'ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET

Exercices terminés le 31 décembre	Cat. A		Cat. E01	
	2006	2005	2006	2005
	\$	\$	\$	\$
Actif net au début de l'exercice	33 855 256	23 114 558	-	-
Augmentation de l'actif net résultant de l'exploitation	9 594 062	3 320 061	699 989	-
Opérations portant sur les capitaux propres				
Produit de l'émission de parts	31 798 930	14 947 676	3 438 976	-
Rachat de parts	(8 948 844)	(7 527 039)	-	-
	22 850 086	7 420 637	3 438 976	-
Actif net à la fin de l'exercice	66 299 404	33 855 256	4 138 965	-
	Cat. F		Cat. G01	
	2006	2005	2006	2005
	\$	\$	\$	\$
Actif net au début de l'exercice	5 949 475	4 339 163	-	-
Augmentation de l'actif net résultant de l'exploitation	1 094 746	687 678	15 403	-
Opérations portant sur les capitaux propres				
Produit de l'émission de parts	4 762 032	1 475 156	543 658	-
Rachat de parts	(4 047 716)	(552 522)	-	-
	714 316	922 634	543 658	-
Actif net à la fin de l'exercice	7 758 537	5 949 475	559 061	-
	Cat. G05		Cat. G09	
	2006	2005	2006	2005
	\$	\$	\$	\$
Actif net au début de l'exercice	262 709	-	371 382	-
Augmentation de l'actif net résultant de l'exploitation	163 015	25 331	432 683	18 845
Opérations portant sur les capitaux propres				
Produit de l'émission de parts	1 541 869	237 708	7 516 819	352 537
Rachat de parts	(140 957)	(330)	(7 013 709)	-
	1 400 912	237 378	503 110	352 537
Actif net à la fin de l'exercice	1 826 636	262 709	1 307 175	371 382

Voir les notes afférentes aux états financiers.

ÉTATS DE L'ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET

Exercices terminés le 31 décembre	Cat. G10		Cat. G11	
	2006	2005	2006	2005
	\$	\$	\$	\$
Actif net au début de l'exercice	-	-	2 170 296	-
Augmentation de l'actif net résultant de l'exploitation	(21 980)	-	757 155	136 271
Opérations portant sur les capitaux propres				
Produit de l'émission de parts	544 342	-	1 913 826	2 034 025
Rachat de parts	(111)	-	(277 453)	-
	544 231	-	1 636 373	2 034 025
Actif net à la fin de l'exercice	522 251	-	4 563 824	2 170 296

Exercices terminés le 31 décembre	Total	
	2006	2005
	\$	\$
Actif net au début de l'exercice	42 609 118	27 453 721
Augmentation de l'actif net résultant de l'exploitation	12 735 073	4 188 186
Opérations portant sur les capitaux propres		
Produit de l'émission de parts	52 060 453	19 047 102
Rachat de parts	(20 428 791)	(8 079 891)
	31 631 662	10 967 211
Actif net à la fin de l'exercice	86 975 853	42 609 118

Voir les notes afférentes aux états financiers

ÉTATS DU PORTEFEUILLE DE PLACEMENTS

Au 31 décembre 2006	Onces de métaux fins	Coût moyen \$	Valeur marchande \$	Total %
Or, argent et platine en lingots				
Or en lingots	36 507,464	21 933 029	27 040 835	31,83
Argent en lingots	2 219 946,380	22 199 896	33 325 158	39,23
Platine en lingots	18 618,741	22 078 529	24 580 733	28,94
Total du portefeuille de placement		66 211 454	84 946 726	100,00

Voir les notes afférentes aux états financiers.

NOTES AFFÉRENTES AUX ÉTATS FINANCIERS

31 décembre 2006

I. CONSTITUTION DU FONDS

The Millennium BullionFund [le « fonds »] a été établi en vertu des lois de l'Ontario au moyen d'une déclaration de fiducie cadre et d'un règlement datés du 15 janvier 2002, dans leur version modifiée. Bullion Management Services Inc. est le fiduciaire et le gestionnaire du fonds. Le fonds offre actuellement 8 catégories de parts. Les états financiers concernent les parts de catégorie A, de catégorie E01, de catégorie F, de catégorie G01, de catégorie G05, de catégorie G09, de catégorie G10 et de catégorie G11. Toutes les catégories partagent les mêmes caractéristiques du point de vue de leur évaluation; elles ne diffèrent qu'en ce qui concerne leurs frais de gestion.

2. SOMMAIRE DES PRINCIPALES CONVENTIONS COMPTABLES

Les états financiers ont été dressés selon les principes comptables généralement reconnus du Canada; ils comportent des estimations et des hypothèses effectuées par le gestionnaire et qui ont un effet sur le montant de l'actif, du passif, des placements et des charges pendant les périodes touchées. Les principales conventions comptables sont résumées ci-après :

Évaluation et garde des placements

L'or, l'argent et le platine en lingots sont évalués au cours de Londres (PM), l'écart entre ce montant et le coût moyen étant présenté à titre de plus-value (dépréciation) latente des placements.

La valeur marchande des placements et des effets à court terme libellés en devises est convertie en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la date d'évaluation.

Une grande banque à charte du Canada (ou une de ses filiales) est dépositaire des lingots d'or, d'argent et de platine du fonds en vertu d'une entente particulière qui exige leur affectation dans un lieu réservé et distinct.

L'affectation des lingots est enregistrée par raffinerie, par poids exact en onces et par numéro d'identification.

	Affectés	Non affectés	Total 31 décembre 2006	Affectés	Non affectés	Total 31 décembre 2005
Or (oz)	36 192,589	314,875	36 507,464	21 604,266	1 190,840	22 795,106
Argent (oz)	2 205 659,912	14 286,468	2 219 946,380	1 432 600,552	56 644,684	1 489 245,236
Platine (oz)	18 441,789	176,952	18 618,741	9 882,677	1 521,036	11 403,713

Les lingots du fonds sont libres et quittes de tout privilège ou de toute créance pouvant être détenu par la grande banque à charte du Canada (ou sa filiale).

Opérations de placement et constatation des revenus et des charges

Les opérations portant sur les lingots sont comptabilisées à la date de l'opération.

Les opérations d'achat et de vente de titres ainsi que le revenu et les charges sont convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la date des opérations.

Le gain ou la perte matérialisé à la vente de placements est calculé en fonction du coût moyen des placements connexes.

Le fonds constate les revenus de placement et les charges selon la comptabilité d'exercice sur une base quotidienne. Les charges afférentes à une catégorie de parts sont imputées directement à cette catégorie. Les autres charges sont imputées à toutes les catégories au prorata de leur valeur liquidative.

Le revenu ainsi que les gains et pertes matérialisés et latents sont affectés à chaque catégorie de parts au prorata de sa contribution à l'actif net total du fonds.

Calcul de la valeur liquidative des parts

La valeur liquidative de chaque catégorie des parts du fonds est calculée en dollars canadiens à 16h00 (heure de l'Est) chaque jour de bourse de *The Commodities Mercantile Exchange*, une division de la *New York Mercantile Exchange*, et de la Bourse de Toronto.

Une valeur liquidative distincte est calculée pour chaque catégorie de parts du fonds; de sa contribution à l'actif commun du fonds (au prorata), on soustrait d'abord sa contribution au passif commun du fonds (au prorata), puis le passif propre à cette catégorie. Pour chaque catégorie de parts, on calcule la valeur liquidative par part en divisant la valeur liquidative de la catégorie par le nombre de parts de la catégorie qui sont en circulation à la date d'évaluation.

Impôt sur le revenu

Le revenu de placement net imposable et le gain en capital net matérialisé au cours de l'exercice sont distribués aux porteurs de parts. Le fonds n'est donc pas soumis à l'impôt sur le revenu. Par conséquent, il n'y a aucune provision pour impôts sur le revenu dans les présents états financiers.

Augmentation (baisse) par part de l'actif net résultant de l'exploitation

Dans l'état des résultats, l'augmentation (baisse) par part de l'actif net résultant de l'exploitation correspond à l'actif net résultant de l'exploitation imputable à une catégorie de parts pour l'exercice divisé par le nombre moyen pondéré de parts de cette catégorie qui étaient en circulation pendant l'exercice.

3. AVOIR DES PORTEURS DE PARTS

Les opérations sur les parts au cours des exercices terminés le 31 décembre étaient les suivantes :

	Catégorie A 2006	2005	Catégorie E01 2006	2005
Solde au début de l'exercice	5 139 160	3 947 855	-	-
Émises	4 096 394	2 433 823	490 221	-
Rachetées	(1 153 014)	(1 242 518)	-	-
Solde à la fin de l'exercice	8 082 540	5 139 160	490 221	-

	Catégorie F 2006	2005	Catégorie G01 2006	2005
Solde au début de l'exercice	887 830	735 716	-	-
Émises	600 276	237 785	67 630	-
Rachetées	(566 544)	(85 671)	-	-
Solde à la fin de l'exercice	921 562	887 830	67 630	-

	Catégorie G05 2006	2005	Catégorie G09 2006	2005
Solde au début de l'exercice	37 436	-	56 150	-
Émises	187 787	37 489	967 706	56 150
Rachetées	(17 140)	(53)	(866 728)	-
Solde à la fin de l'exercice	208 083	37 436	157 128	56 150

	Catégorie G10 2006	2005	Catégorie G11 2006	2005
Solde au début de l'exercice	-	-	328 865	-
Émises	63 222	-	251 222	328 865
Rachetées	(13)	-	(30 981)	-
Solde à la fin de l'exercice	63 209	-	549 106	328 865

4. FRAIS DE GESTION ET COMMISSION SUR LA VENTE

Le gestionnaire est responsable des activités quotidiennes du fonds. Il fournit ou organise tous les services administratifs requis et s'occupe du placement des parts du fonds. En contrepartie de ces services, le fonds verse au gestionnaire les frais de gestion annuels suivants, payables mensuellement à solde échu et fondés sur la moyenne de la valeur liquidative quotidienne du fonds : 2,25 % pour les parts de catégorie A; 1,00 % pour les parts de catégorie E01; 1,25 % pour les parts de catégorie F; 2,25 % pour les parts de catégorie G01; 1,75 % pour les parts de catégorie G05; 1,25 % pour les parts de catégorie G09; 1,125 % pour les parts de catégorie G10; et 1,00 % pour les parts de catégorie G11.

De temps en temps, le gestionnaire peut, à sa discrétion, absorber des frais d'exploitation qui devraient normalement être imputés au fonds. En 2006, le gestionnaire a absorbé 131 116 \$ (175 177 \$ en 2005) de charges administratives liées à la tenue des registres et à la comptabilité du fonds. Le gestionnaire se réserve le droit de cesser d'absorber ces frais sans préavis.

Une commission sur la vente peut être exigée d'un courtier en valeurs inscrit ou de son représentant lorsque des investisseurs achètent des parts de catégorie A, des parts de catégorie E ou des parts de catégorie G du fonds. Le montant maximum de ces commissions sur la vente est de 5,26 % du montant net investi. Le montant de la commission est négociable. Aucune commission n'est payée pour les autres catégories de parts du fonds.

5. REPORTS PROSPECTIFS DE PERTES FISCALES

Le fonds dispose de reports prospectifs de pertes autres qu'en capital d'environ 3 057 000 \$ [2005 : 2 181 000 \$] pouvant être affectés au revenu imposable d'exercices ultérieurs : 33 000 \$ de ces reports expirent en 2009; 365 000 \$, en 2010; 857 000 \$, en 2014; 914 000 \$, en 2015; et 888 000 \$, en 2026.

Renseignements généraux

Gestionnaire

Bullion Management Services Inc.
60 Renfrew Drive, bureau 280
Markham, ON L3R 0E1
Tél. : 905.474.1001
www.bmsinc.ca
info@bmsinc.ca

Dépositaire

ScotiaMocatta
La Banque de Nouvelle-Écosse
40 King Street West
Scotia Plaza, 68^e étage
Toronto, ON M5W 2X6

Administrateur

RBC Dexia Investor services
77 King Street West, 11^e étage
Toronto, ON M5W 1P9

Vérificateurs

Ernst & Young LLP
Ernst & Young Tower
C.P. 251, 222 Bay St.
Toronto-Dominion Centre
Toronto, ON M5K 1J7

Avocat

Fasken Martineau LLP
66 Wellington Street West
Bureau 4200, Toronto Dominion Bank Tower
C.P. 20, Centre Toronto-Dominion
Toronto, ON M5K 1N6

Les projections, estimations, opinions et informations prospectives contenues dans les présentes sont exclusivement celles de Bullion Management Services Inc. (BMS), qui se réserve le droit de les changer sans préavis. BMS fait tout pour s'assurer que ces informations découlent de sources considérées comme fiables et exactes. Néanmoins, BMS ne saura en aucun cas être tenue responsable de pertes ou de dommages, indirect ou fortuits, qui surviennent en raison d'une utilisation de ces informations. Les personnes qui prennent connaissance de ces informations doivent faire en sorte qu'elles ne se substituent pas à l'exercice de leur propre jugement. Un placement dans The Millennium BullionFund^{MC} peut entraîner le paiement de commissions, de frais de gestion et de charges; prière de lire le prospectus avant d'investir. Le fonds The Millennium BullionFund^{MC} n'est protégé par aucune garantie; la valeur des parts est en constante fluctuation et les rendements passés ne sont aucunement gages de l'avenir.





Une solide fondation pour votre portefeuille