



# 2007

RAPPORT ANNUEL

LE MILLENNIUM  
BULLIONFUND™

*« ... car les griffons convoitent l'or, qui s'accumule découvert sur le sol, et le gardent jalousement, et sont féroces avec quiconque s'en approche. »*

**POMPONIUS MELA**



## LE GRYPHON

Le griffon, symbole de Bullion Management Group Inc. (BMG), de ses sociétés affiliées et du fonds BMG BullionFund (anciennement « The Millenium BullionFund »), est une créature mythique avec la tête, les serres et les ailes d'un aigle et le corps d'un lion. Les légendes autour de cet animal fantastique remontent à 3300 av. J.-C., lorsque le pharaon d'Égypte choisit un griffon comme animal de compagnie.

.....

Doté à la fois de la vitesse, de l'aisance de vol et de la vision perçante de l'aigle, de la force, de la bravoure et de la majesté du lion, le griffon symbolise l'intelligence et la force. On disait des griffons qu'ils tiraient chaque jour dans le ciel le char d'Apollon, le dieu soleil.

.....

Selon la légende, les griffons, guidés par leur instinct qui les poussaient à déterrer les trésors, arpentaient les montagnes du Caucase à la recherche d'or et de pierres précieuses. Ils déterraient alors ces richesses avec leurs puissantes serres, puis s'asseyaient et admiraient leur trésor pendant des heures, fascinés par l'éclat de l'or et des bijoux à la lumière du soleil ou de la lune. Ils bâtissaient des nids en or et pondaient des agates plutôt que des œufs, ce qui transformait leurs nids en cibles pour les chasseurs. Les griffons faisaient preuve d'une grande vigilance, protégeant leurs nids et tenant les voleurs à distance.

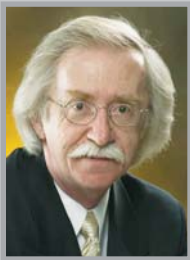
C'est ainsi qu'ils développèrent la réputation d'être les gardiens de l'or.

.....

Selon certaines mythologies, les griffons « ont amassé des trésors fabuleux, qu'ils gardaient sans relâche ». Connus depuis des siècles comme le gardien de l'or, et symbole de force et de vigilance, le griffon incarne aujourd'hui l'esprit de *Bullion Management Group Inc.*



## LES INVESTISSEURS SONT SOUMIS À DES FORCES CONVERGENTES



Pour les investisseurs, l'époque actuelle est véritablement hors normes. Des fissures systémiques sont apparues dans le système bancaire, nous poussant à nous demander si les marchés financiers et l'économie font face à une récession, à une dépression, à une stagflation, voire à une situation totalement inédite.

Telle le canari proverbial dans une mine de charbon, l'envolée du cours de l'or lance un avertissement à grands cris, qui ne trouve malheureusement que peu d'écoute. Les signes avant-coureurs sont bien là, mais la plupart des investisseurs sont déroutés par des informations contradictoires.

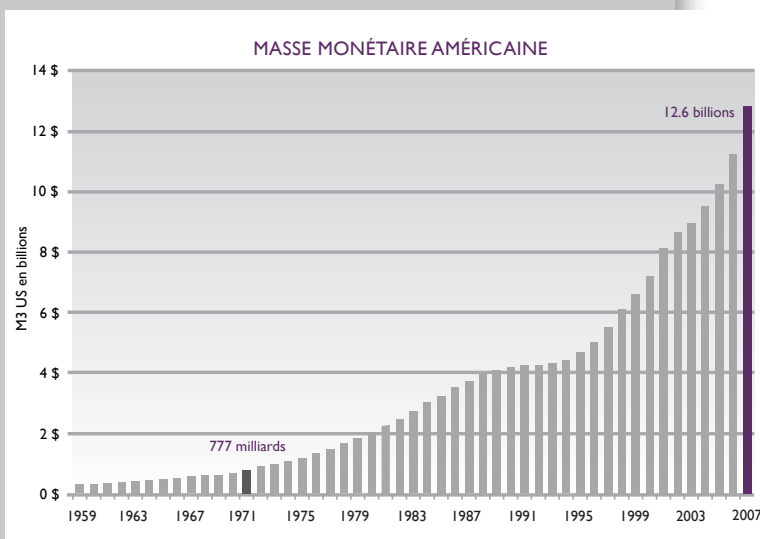
Dans une conjoncture où l'inflation, le risque économique et l'incertitude des marchés sont élevés, les avoirs financiers tels que les actions et les obligations viennent loin derrière les avoirs matériels tels que l'or, l'argent et le platine. Même aux niveaux d'évaluation élevés actuels, peu d'investisseurs réalisent que leurs actions et leurs obligations ont en fait perdu de leur valeur une fois indexées sur l'inflation réelle. La hausse explosive de la masse monétaire est sous-jacente à ces pressions inflationnistes.

Depuis 1971, année où le président Richard Nixon a supprimé la convertibilité or-dollar américain, la quantité d'or que la Réserve fédérale américaine pouvait créer n'a connu aucune limite concrète. En conséquence, la masse monétaire a connu une hausse de plus en plus rapide dans la plupart des pays. Aux États-Unis, les hausses annuelles de la masse monétaire ont dépassé la quantité totale de liquidités en 1971.

Dans la plupart des pays, la masse monétaire connaît un taux de croissance à deux chiffres, avec un taux de près de 16 % pour la monnaie de réserve mondiale, le dollar américain (USD).

L'année dernière, la masse monétaire du Canada (mesurée par M3) a augmenté de 8 %, alors que la croissance du PIB à peine de 4 %. La majeure partie de cet argent abondant est passée sur le marché des actions et de l'immobilier, ce qui explique la formation de bulles inflationnistes dans ces catégories d'actifs.

Dans une conjoncture stable, la masse monétaire devrait augmenter au même rythme que le PIB, mais pas plus vite. Aujourd'hui cependant, la crise du crédit oblige la Réserve fédérale (« Fed ») à augmenter plus rapidement la masse monétaire. Le président de la Fed, Ben Bernanke, a affirmé que la Banque centrale américaine fournirait des



liquidités en quantités illimitées pour préserver la solvabilité des banques et éviter une crise financière systémique. Les conséquences inflationnistes de cette politique ne font aucun doute.

Comme si cela ne suffisait pas, le gouvernement des États-Unis se verra contraint de monétiser ses dettes non provisionnées pour la sécurité sociale et l'assurance maladie. Au cours des 20 prochaines années, 78 millions d'Américains passeront à la charge du contribuable américain pour leur retraite et leurs soins médicaux. La somme qui leur est due s'élève à 54 billions (54 000 milliards) USD, l'équivalent de 445 000 USD par foyer américain. Le gouvernement a le choix entre trois options pour financer ce montant astronomique :

1. **Augmenter les impôts**
2. **Revoir ses promesses**
3. **Faire tourner la « planche à billets »**

Les options un et deux étant à exclure pour des raisons politiques, la seule alternative est la troisième option : faire tourner la « planche à billets ». Il s'agit de la solution la plus simple et la plus probable, qui va de pair avec une accélération de l'inflation.

Les investissements en métaux précieux constituent la seule véritable protection à long terme contre ces politiques inflationnistes.

La plupart des investisseurs pensent que l'inflation est une augmentation du prix des biens et des services telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC). Ils confondent la cause et l'effet : **la cause de l'inflation est une augmentation de la masse monétaire.** Il s'ensuit une augmentation des prix. Des études conduites par Wainwright Economics indiquent que l'or, l'argent et le platine sont sans conteste les meilleurs indicateurs de tendance en matière d'inflation, le platine décrochant la médaille.

Étant donné que, en 2007, l'or a augmenté de 31 % et le platine de 38 % (et dépassé de près de 44 % son niveau record de 1980), les perspectives concernant l'inflation réelle indiquent clairement des envolées spectaculaires.

Mais les métaux précieux ne sont pas les seuls indicateurs qui laissent présager des taux d'inflation bien plus élevés.

L'indice des prix à la consommation américain est resté à un niveau relativement bas pendant des années. Ce n'est qu'en 2007 qu'il est passé d'un taux annuel de 2,5 % à 4,1 %. Mais même avec cette augmentation récente, l'IPC reste en sous-estimation et à la traîne par rapport à l'inflation réelle.

Les hommes politiques et les banques centrales étant parvenus à nous persuader que l'inflation était sous contrôle et qu'elle ne constituait pas une menace, les investisseurs se sont montrés jusqu'ici relativement insouciant à cet égard. Le taux d'inflation « de base » américain (à l'exclusion de l'alimentation et de l'énergie) est censé être de 2 %. Voilà qui sonne bien, mais qui est loin de refléter la réalité.

Les médias financiers utilisent généralement l'indice des prix à la consommation de base comme mesure de l'inflation, mais cet indice ne concerne que les personnes qui ne mangent pas ou ne consomment pas d'énergie, puisque l'alimentation et le pétrole sont exclus du calcul.

Pendant des années, la Réserve fédérale américaine et les gouvernements du monde entier ont dissimulé les conséquences de la mise en circulation de tout cet argent. C'est pour cette raison qu'ils révisent ou « ajustent » les statistiques de l'IPC et de l'indice des prix à la production (IPP).

L'année dernière, la masse monétaire du Canada a augmenté de 8 %, alors que la croissance du PIB atteignait à peine 4 %.

L'année dernière, la masse monétaire  
du Canada a augmenté de 8 %,  
alors que la croissance du PIB atteignait  
à peine 4 %.

En fait, la méthodologie utilisée pour calculer l'IPC a été modifiée au début des années 1990 par l'administration Clinton. De nombreux facteurs d'ajustement, tels que la substitution et des facteurs hédoniques, ont été introduits. Un nouveau calcul de l'IPC à l'aide de la formule appliquée avant Clinton montre qu'il augmente actuellement à un taux alarmant de 8 %. Parallèlement, l'IPP a augmenté de 7 %, le prix des marchandises de 17 % et le prix du pétrole de 57 % en 2007.

À cela vient s'ajouter le problème du « pic pétrolier ». Globalement, les puits de pétrole extraient à leur capacité maximale. Pourtant, le nombre de barils de pétrole produits par an est en passe de décliner pour la toute première fois, même si la demande ne semble pas fléchir. Les experts en exploitation minière craignent maintenant que le « pic pétrolier » soit sur le point de se concrétiser. L'augmentation du prix du pétrole se traduira par une augmentation des prix de pratiquement tous les biens et services, et créera de l'inflation.

cette période, le prix du pétrole exprimé en onces d'or était en moyenne d'environ 15 barils l'once. Mais avec la montée en flèche récente des prix du pétrole, la relation s'est largement écartée de cette moyenne.

Si le pétrole a atteint récemment un niveau de record de 102 USD le baril, le cours de l'or n'a pas tenu ce rythme de croissance et le ratio or/pétrole est tombé à un niveau historiquement bas de 6,5:1. À 102 USD le baril de pétrole, le prix de l'or devrait être supérieur à 1 500 USD l'once.

L'une des conséquences majeures des politiques de crédit laxistes des banques centrales est la croissance impressionnante du marché des instruments dérivés. Les opérations à terme, les options et les opérations d'échange sur les instruments dérivés sont par essence des paris sur l'évolution du cours d'une action ou d'une obligation sous-jacente, ou d'un autre actif financier. Comme ils dérivent leur valeur de l'actif sous-jacent, ils ne constituent pas une catégorie

## L'une des conséquences majeures des politiques de crédit laxistes des banques centrales est la croissance impressionnante du marché des instruments dérivés.

Cela fait près de 30 ans que les réserves et les raffineries n'ont pas été réapprovisionnées ou développées. Actuellement, les réserves mondiales déclinent à un taux annuel de 6 %, alors que la demande devrait tripler au cours des 20 prochaines années. Cela signifie que les réserves mondiales devraient augmenter de 8 % par an pour simplement maintenir le statu quo. Nous sommes encore très loin d'atteindre cet objectif, ce qui ne peut avoir qu'une seule implication : même s'il atteint le niveau astronomique de 100 USD le baril, le prix du pétrole a encore une large marge de croissance devant lui.

Le pétrole est important pour les investisseurs en métaux précieux, car, au cours des 50 dernières années, l'or et le pétrole ont généralement suivi la même évolution en termes de prix, avec une corrélation positive de plus de 80 %. Durant

d'actifs. Ils ont été conçus il y a des décennies afin de réduire le risque. Aujourd'hui, ils ne font qu'ajouter au risque.

Selon la Banque des règlements internationaux, le marché mondial des instruments dérivés a connu une croissance de plus de 100 billions USD au cours du premier semestre 2007. Le système bancaire mondial est écrasé par ce rouleau compresseur de 500 billions USD qui, s'il est bien réel, n'est pas réglementé et très peu documenté. Dans le rapport annuel 2002 de Berkshire Hathaway, Warren Buffett appelle les instruments dérivés des « armes financières de destruction massive, porteuses de dangers qui, s'ils sont encore latents, sont potentiellement mortels ». À cette époque, le marché des instruments dérivés ne représentait « que » 120 billions USD.

Lorsque la conjoncture économique se dégrade, les investisseurs se tournent toujours vers les actifs matériels. Or ces actifs ne sont pas basés sur des effets de levier, des reconnaissances de dette ou de la valeur dérivée. Ce type de patrimoine préserve son pouvoir d'achat et ne voit pas sa valeur décliner à cause de l'inflation ou de l'effondrement des bourses. Néanmoins, le calcul de l'inflation cumulée effectué par la Banque du Canada montre qu'un panier de la ménagère qui coûtait 100 CAD en 1950 coûte aujourd'hui 904 CAD, soit une érosion de 90 % de la valeur de la monnaie.

Depuis janvier 2007, le prix de l'or a augmenté de 31 %, celui de l'argent de 14 %, et le prix du platine de 28 % en dollars américains (USD). Cette augmentation des prix et ses implications ont été en grande partie mal interprétées et mal comprises. De nombreux investisseurs pensent que l'or est simplement une marchandise comme le cuivre ou le plomb. Ils attribuent souvent les augmentations de prix à la demande de bijoux en provenance de Chine ou d'Inde. Si les bijoux constituent un facteur de demande important en Asie du Sud-Est, ils ne sont pas utilisés uniquement à des fins d'ornement comme dans les pays occidentaux. L'or et l'argent sont considérés comme de l'actif monétaire utilisé pour préserver le patrimoine de génération en génération.

Les augmentations de prix ne sont pas dues aux simples base de l'économie de marché, mais au rôle des métaux précieux en tant que réserve de valeur intemporelle. L'or et l'argent ont été utilisés comme monnaie pendant des milliers d'années, le platine pendant plusieurs centaines d'années. Aujourd'hui, ils sont toujours utilisés comme réserve de pouvoir d'achat et protection contre l'inflation par les familles les plus riches du monde, et détenus dans le cadre de leurs réserves monétaires par la plupart des banques centrales. Même si la controverse va bon train sur la location d'or par les banques centrales, les réserves d'or actuelles avoisinent quand même les 855 millions d'onces. Si les banques centrales occidentales ont réduit leurs avoirs en or, les autres banques centrales et les producteurs de pétrole ont augmenté leurs réserves. Le fait que la plupart des banques et des courtiers négocient l'or à leurs comptoirs des devises plutôt qu'à leurs comptoirs des marchandises atteste également du rôle monétaire de l'or.

La gestion de patrimoine matériel, qui consiste à protéger le pouvoir d'achat de votre portefeuille,

doit toujours tenir compte de l'inflation réelle. Si l'inflation réelle est plus proche de 8 % que du taux officiel de 4 %, les obligations à long terme ne constituent pas un investissement sûr. Elles constituent plutôt une perte garantie de pouvoir d'achat. Et si les indices boursiers peuvent connaître de nouvelles pointes nominalement parlant, ils devraient subir des pertes en termes réels.

Il est possible de gérer et de protéger efficacement son patrimoine en le diversifiant dans des catégories d'actifs autres que les actions et les obligations. Peu d'investisseurs réalisent que la corrélation entre les actions et les obligations n'est pas négative, c'est-à-dire qu'elles n'évoluent pas en sens opposés.

Comme l'a souligné Ibbotson Associates dans son étude de référence de 2005, les métaux précieux réduisent le risque et améliorent le rendement de votre portefeuille. L'étude suggère une dotation à long terme de 7 à 16 % aux métaux précieux, indépendamment du type de marché (à la baisse ou en vrac).

Lorsque la confiance des consommateurs décline et que l'inflation commence à grimper, l'investissement dans les métaux précieux est le moyen le plus sûr de préserver votre pouvoir d'achat. Dans la conjoncture fragile d'aujourd'hui, les dotations aux métaux précieux devraient passer à 20 % ou plus.

*\*Sauf indication contraire, tous les montants sont exprimés en dollars américains*



Nick Barisheff  
Président-directeur général



## LA SUFFISANCE N'EST PLUS DE MISE

Alors que nous entamons l'année 2007, il semble que la plupart des investisseurs sont satisfaits d'eux-mêmes, heureux de se concentrer sur les nouvelles valeurs fortes des marchés mondiaux des actions et ignorants des implications à long terme d'une faiblesse prolongée de la monnaie de réserve mondiale, le dollar américain.

– Rapport annuel 2006 du Millennium BullionFund

L'année 2007 a été une année charnière à de nombreux égards. Si les marchés ont été globalement en légère hausse, la contagion de la crise des « subprimes » (prêts hypothécaires à risque) s'est propagée, déclenchant des pertes sèches de plusieurs milliards de dollars et entamant un ralentissement spectaculaire des dépenses de consommation et des investissements d'entreprises aux États-Unis. En tant que premier partenaire commercial de l'Amérique, le Canada ne sera pas épargné par l'impact de la politique de « resserrement du crédit ». Le rapport annuel de l'année dernière était centré sur la remarquable suffisance des investisseurs, une attitude qui est revenue les hanter.

Nos prédictions se sont malheureusement avérées fondées :

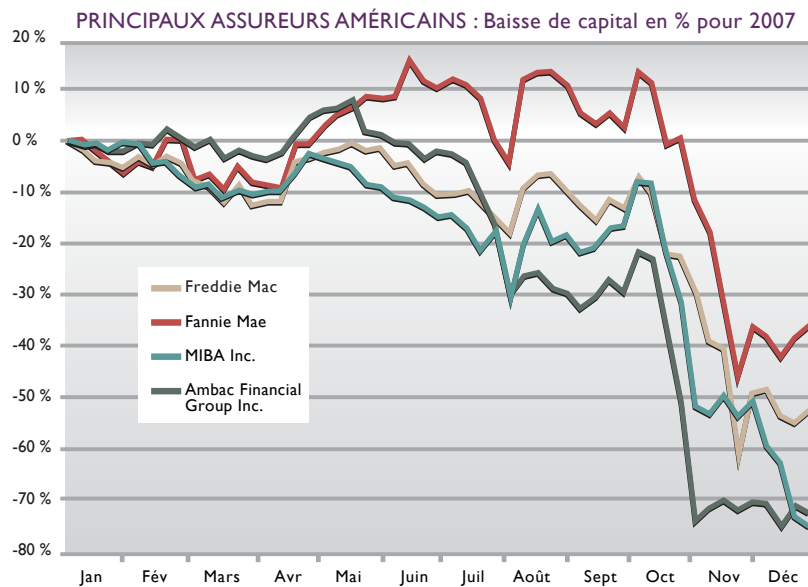
- La bulle de l'immobilier a éclaté aux États-Unis
- Les positions spéculatives sur écart de rendement (« carry trade ») en yens ont été dénouées
- Les marchés des capitaux ont décliné à l'échelle mondiale
- La masse monétaire mondiale a continué sa hausse explosive
- L'inflation a continué à grimper en flèche

Côté positif, pour ceux qui ont correctement diversifié leurs avoirs en métaux précieux, les prix de l'or, de l'argent et du platine ont augmenté dans toutes les devises, et le rapport entre le Dow Jones et le cours de l'or a progressé sans à-coups vers la parité 1:1.

### Le fiasco de l'immobilier

La bulle du marché hypothécaire à haut risque (« subprimes ») de 1,8 billion USD a éclaté en août 2007. Les prix du logement aux États-Unis ont chuté en moyenne de 8,9 % au cours de l'année dernière, baisse inédite depuis la Grande Dépression. La baisse des prix a accéléré à un rythme record au cours du quatrième trimestre 2007. Selon RealtyTrac, les saisies immobilières ont été en moyenne de 2,939 par jour au cours de cette période, soit le double par rapport à l'année précédente. L'effondrement continu du marché de l'immobilier n'a pas seulement mis en péril les banques et les fonds spéculatifs (« hedge funds »), il a aussi porté un coup terrible à certains établissements de crédit hypothécaire, comme Countrywide Financial, et est maintenant sur le point d'engloutir certaines grandes compagnies d'assurance monolignes (MBIA et Ambac).

« Des dix dernières grandes crises du logement, huit ont été suivies d'une récession. »

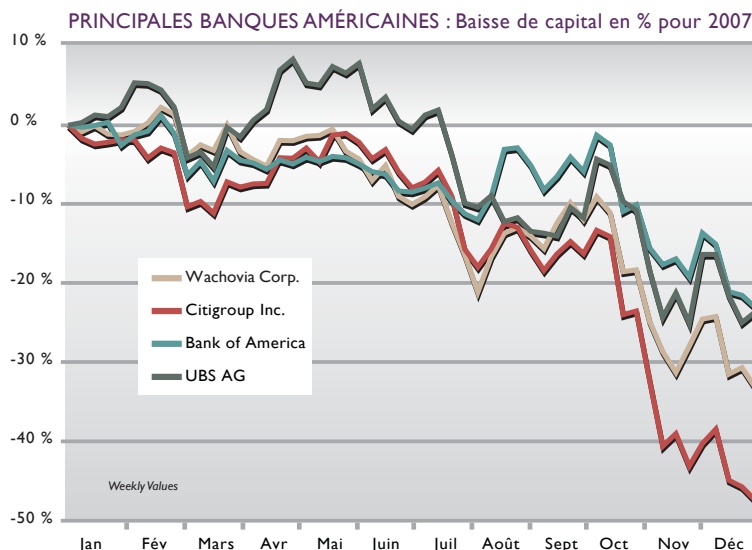


L'effet de domino est en train de créer des fissures dans le système financier lui-même, et les tentatives de détente de la Réserve fédérale auront du mal à dissimuler le fait que des récessions ont suivi huit des dernières grandes crises du logement.

Le Secrétaire du Trésor américain, Henry Paulson, et le président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, ont réagi rapidement, en distribuant des prospectus aux consommateurs, en renflouant les entreprises et en gelant temporairement les taux d'intérêt pour les propriétaires. S'ils ne l'avaient pas fait, la crise aurait vraisemblablement dégénéré en une panique financière généralisée. Il n'en demeure pas moins que Countrywide Financial a perdu 80 % de sa valeur et était au bord de la faillite avant que la Bank of America arrive à la rescousse.

Bien que la Bank of America soit devenue un actionnaire dominant de l'entreprise, le prix réduit qu'elle a payé est largement supérieur au cours du marché récent.

La contagion de la crise des « subprimes » a même gagné l'Europe, avec l'annonce de pertes par UBS et la Deutsche Bank. Northern Rock, le cinquième plus gros émetteur de créances hypothécaires du Royaume-Uni, a connu la première ruée sur une banque occidentale depuis la Grande Dépression. Le problème des « subprimes » continue à se répercuter dans le monde entier, mais les plus lourdement touchés à ce stade sont les marchés financiers américains. Citibank, la première banque mondiale, a perdu 61 % de sa valeur en six mois, et a nécessité un renflouement de 8 milliards USD du fonds souverain d'Arabie saoudite. Les pertes et les



dévalorisations ont atteint 20 milliards USD au cours du quatrième trimestre, le chiffre attendu pour 2008 étant estimé à 80 milliards USD.

Wachovia a perdu 33 %, la Bank of America 23 %. De nombreux analystes prévoient une prolongation de l'effondrement jusqu'en 2010 et même au-delà.

## Dans l'attente d'une chute du yen

L'année dernière, nous avons averti qu'un dénouement des positions spéculatives sur écart de rendement (« carry trade ») aurait des conséquences préjudiciables pour le dollar américain et les avoirs financiers mondiaux. Il y a des années, lorsque la santé économique du Japon a connu un fléchissement, le gouvernement japonais a réagi en abaissant les taux directeurs et en accélérant les dépenses publiques, tout comme le gouvernement américain aujourd'hui. Cela a créé une opportunité dans ce que l'on appelle le « carry trade » (opérations spéculatives sur écart de rendement). Les spéculateurs empruntaient en yens à bas taux d'intérêt, puis changeaient leurs yens en dollars américains qu'ils réinvestissaient ensuite dans des capitaux à plus haut rendement, comme les actions américaines. Les titres américains ont vu leur valeur augmenter considérablement entre 1982 et 2007, alors que le cours du yen était à la baisse. Ainsi, si la politique de réduction des taux d'intérêt du Japon n'a guère participé au redressement de leur économie, elle a participé à la hausse de la valeur des actifs dans le reste du monde.

Le dénouement des positions spéculatives sur le

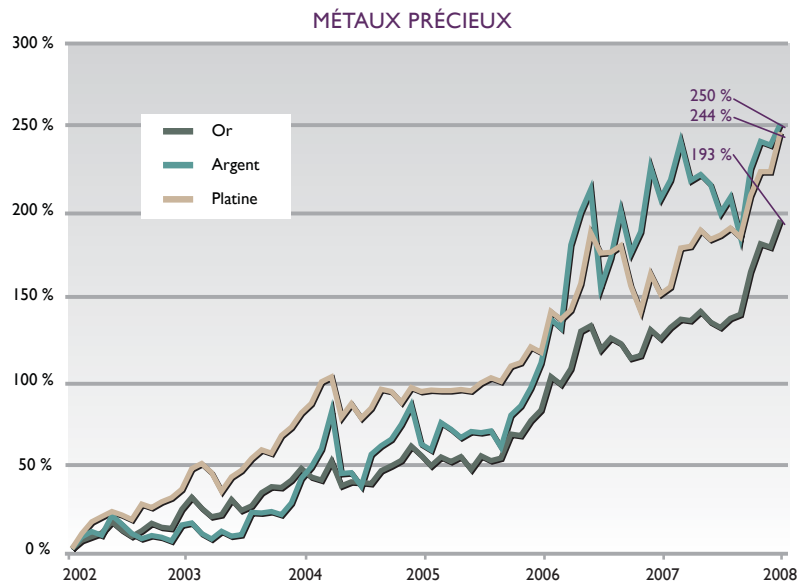
yen a commencé en février 2007, mois au cours duquel le cours du yen a connu une hausse de 4,6 %. Du fait de la hausse de la monnaie japonaise et de la chute des actions américaines, le « carry trade » sur le yen ne fonctionnait plus. Les spéculateurs se sont alors trouvés obligés de vendre leurs titres à la baisse pour pouvoir rembourser les emprunts contractés dans la monnaie japonaise, avec un yen à la hausse.

Le résultat initial a été une baisse de 6 % du Dow Jones et de 3 % de l'indice composite Morgan Stanley (MSCI). Il y a eu une autre période de dénouement en août lorsque la parité yen-dollar a augmenté de 5,2 % en faveur du yen, débouchant sur une chute de 6% du Dow Jones et de 7 % de l'indice MSCI.

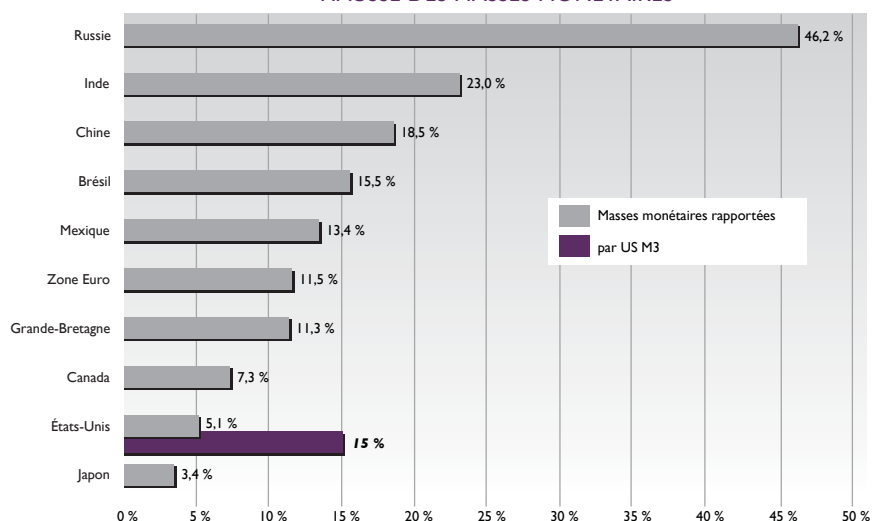
Comme indiqué l'année dernière, tout autre dénouement de positions ne ferait qu'exacerber le problème en stimulant la hausse du yen et en réduisant encore la valeur du dollar et des capitaux financiers américaines.

## Hausse des avoirs matériels : or 31 %, platine 38 %, argent 14 %

Le prix de l'or a augmenté de 31 % en 2007, celui du platine de 38 %. En fait, le platine a désormais dépassé son niveau record de 1980 de près de 44 %, tandis que l'or a dépassé la précédente moyenne mensuelle record de 675 USD atteinte en 1980, sur un total de cinq mois en 2007. Les augmentations des prix des métaux précieux en 2007 indiquent clairement que l'inflation réelle est à la hausse. La plupart des experts pensent que nous sommes au début



## HAUSSE DES MASSES MONÉTAIRES



d'une tendance à la hausse à long terme au niveau des métaux précieux. Les indices boursiers dans l'industrie minière ont coïncidé à peu près avec les performances de l'or en 2007, mais nous pensons que l'or est un meilleur investissement à long terme pour les raisons évoquées dans l'article *Bullion or Mining Stocks?*, *The Bullion Buzz*, 12 février 2008. [www.bmginc.ca/content/view/409/33/](http://www.bmginc.ca/content/view/409/33/)

### L'inflation continue à grimper

La hausse de la masse monétaire a explosé dans tous les grands pays en 2007. L'économiste Milton Friedman, lauréat du prix Nobel, a fait remarquer à de nombreuses reprises qu'une hausse excessive de la masse monétaire est généralement indicatrice d'une inflation des prix. Si les gouvernements utilisent l'indice des prix à la consommation (IPC) pour mesurer l'inflation, de nombreux analystes prétendent que cet indice officiel sous-évalue l'inflation réelle. Si l'IPC américain a augmenté de 4,1 % en décembre 2007, l'indice « réel » (calculé sur la base de la formule plus précise utilisée avant les années 1990) a augmenté du double, pour atteindre le niveau alarmant de 8 %. Le platine, qui est selon Wainwright Economics l'indicateur phare en termes d'inflation, a fait un bond de 38 %. Parmi les autres indicateurs d'inflation, on compte le cours du pétrole, qui a augmenté de 57 %, le prix des marchandises, qui a augmenté de 17 %, et l'indice des prix à la production (IPP), qui a fait un bond de 7 %.

### Le dollar à la hausse

Le dollar canadien a augmenté de 18 % par rapport au dollar américain en 2007. Cela a grevé le

rendement des métaux précieux pour les investisseurs canadiens. Mais la situation a été bien pire pour les Canadiens détenteurs d'actifs américains, notamment d'actions, d'obligations ou de biens immobiliers. Si le Dow Jones affiche une hausse modeste de 6 % pour l'année, les Canadiens ont vu leurs titres américains s'effondrer de 10 % en moyenne (en valeur réelle) en raison d'un taux de change défavorable.

Une hausse du dollar canadien a pu être une bonne chose pour les consommateurs cherchant à négocier leurs avoirs américains, mais elle a entraîné des pertes sèches sur les actifs américains détenus dans des portefeuilles canadiens.

Les Canadiens qui possèdent des biens immobiliers en Floride, en Arizona ou au Nevada pourraient subir des pertes de plus de 30 %, à laquelle vient s'ajouter la perte de change de 18 %. Le cours du dollar américain a baissé de 8 %. La baisse continue du dollar en 2007 reflète le fait que les expositions fiscales du gouvernement des États-Unis ont totalisé environ 53 billions USD, soit une augmentation de plus de 2 billions USD par rapport à 2006. Cela se traduit par une pression fiscale de 175 000 USD par personne, ou environ 455 000 USD par foyer.

### Progression en spirale des instruments dérivés

La valeur totale des instruments dérivés sur titres de propriété et hors cote (OTC) est passée de 80 billions USD en 1998 à une valeur estimée à 700 billions USD fin 2007. Selon la Banque des règlements internationaux, la valeur nominale des instruments dérivés basés sur des obligations de société, des devises, des options sur taux

## Le rapport étroitement surveillé entre le Dow Jones et le cours de l'or reflète un transfert de richesse exceptionnellement cyclique.

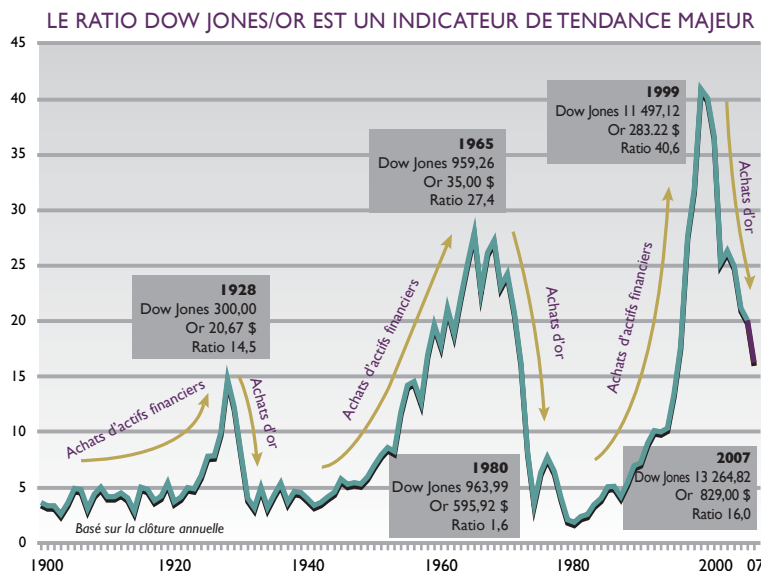
d'intérêt, des marchandises et des actions a atteint 500 billions USD au mois de juin 2007, alors qu'elle était de 370 billions USD juste six mois auparavant. Pour mettre ces chiffres en perspective, le PIB total des États-Unis a été d'environ 14 billions USD en 2007, le PIB mondial de 50 billions USD.


Warren Buffett, Bill Gross et d'autres grandes figures de la finance sont perturbés par la croissance mondiale explosive sur ce marché non réglementé et très peu documenté. Au Canada, la CIBC a fait brutalement l'expérience du marché des instruments dérivés et du risque de contrepartie lorsque AXA, une compagnie d'assurance de premier plan, est devenue insolvable, ce qui s'est traduit par des pertes de 3,5 milliards USD sur les prêts à haut risque. Pendant ce temps, la Banque de Montréal enregistrerait 680 millions USD de pertes pour ses opérations sur les instruments dérivés du gaz naturel. Les investisseurs ont commencé à se tourner vers des instruments financiers plus « exotiques », comme les crédits croisés sur défaillance de crédit, afin de spéculer sur un risque croissant de défaillances parmi le nombre record de saisies sur hypothèque effectuées aux États-Unis. Les crédits croisés sur défaillance représentent maintenant 88 % des

instruments dérivés de crédit, et l'exposition au risque par l'intermédiaire de ces instruments a fait un bond de 145 % par rapport à l'année dernière pour atteindre 721 milliards USD.

Le rapport étroitement surveillé entre l'indice Dow Jones et le cours de l'or reflète un transfert de richesse de nature exceptionnellement cyclique. Le prix des avoirs financiers est revu à la baisse, tandis que celui du patrimoine matériel sous forme de métaux précieux est révisé à la hausse. Comme illustré dans le tableau ci-dessous, le ratio Dow Jones/Or continue son évolution récente à la baisse, cette fois de 20 en 2006 à 15 fin 2007. Quelles en sont les conséquences pour les investisseurs ? Un investisseur ayant acheté du Dow Jones (avoirs financiers) plutôt que de l'or (avoirs matériels) aurait eu besoin de 20 onces d'or pour acheter une part du Dow Jones et aurait reçu 15 onces en retour. Si le ratio Dow Jones Or continue à baisser, les détenteurs d'avoirs financiers devraient assister au repli de la valeur de leurs portefeuilles par rapport à ceux des investisseurs en or et métaux précieux.

*\* Sauf indication contraire, tous les montants sont exprimés en dollars américains.*



A dramatic landscape photograph with a cloudy sky and a silhouette of a tree. The sky is filled with dark, heavy clouds, with a bright light source breaking through in the upper right, creating a strong contrast and highlighting the edges of the clouds. In the foreground, the silhouette of a tree stands prominently against the sky. Below the tree, a fence line is visible, consisting of several vertical posts and a horizontal wire. The overall mood is somber and atmospheric.

Les métaux précieux  
se sont avérés être la meilleure  
protection à la fois  
contre l'inflation et la crise  
monétaire pour les investisseurs.

– Nick Barisheff, 21 février 2008

## ENFERMÉ DANS LE MUTISME

« Lorsque la période est propice, les investisseurs prennent des risques ; plus la période propice se prolonge, plus ils prennent de risques, jusqu'à ce qu'ils en aient accumulé trop.

Une telle situation ne peut que déboucher sur un effondrement des valeurs patrimoniales. »

– Hyman Minsky, 1974, *American Economist*



À l'aube de l'année 2008, les marchés sont d'une grande nervosité. Des instruments de crédit exotiques « garantis par nantissement » et « titrisés » circulent à travers l'économie mondiale comme autant de bombes à retardement. Les experts financiers les plus écoutés de la planète sont incapables de prédire l'impact final du dénouement prolongé de la bulle du crédit. Mais une chose est sûre : le prix de l'or est en hausse régulière depuis près de trois ans, il l'est dans toutes les devises, et cette hausse est en train de s'accélérer.

### Conseil aux investisseurs

Les prix des métaux précieux ont toujours joué le rôle du canari proverbial dans la mine de charbon : un indicateur fiable d'inflation et un signal d'avertissement anticipé indiquant une époque volatile à venir.

La plupart des experts pensent que nous sommes au début d'une tendance à la hausse à long terme au niveau des métaux précieux. Le moment n'est certes pas venu de réaliser ses bénéfices. En fait, il serait plutôt temps de commencer à augmenter les portefeuilles en métaux précieux pour protéger le patrimoine des investisseurs contre les menaces de risque systémique.

Selon nous, plusieurs forces destructrices sont en train de converger sur les investisseurs trop confiants, et la Réserve fédérale américaine ou la Banque du Canada ne peut pas y faire grand-chose. Les signes avant-coureurs sont omniprésents : une économie mondiale ployant l'échine sous un dollar américain à la baisse, accompagné d'une hausse explosive de la masse monétaire mondiale ; le ralentissement de la croissance du PIB des États-Unis ; le niveau record d'endettement des consommateurs ; l'épargne à son plus bas niveau ; la perte de confiance des consommateurs, qui a atteint son niveau le plus bas depuis quinze ans.

C'est, entre autres, pour ces raisons que la tendance à la hausse des métaux précieux a encore de beaux jours devant elle.

« La **contagion de la crise des sub-primes** de 2007 a conduit la Réserve fédérale à décider d'une **série de réductions de taux** qui reviendra vite **les hanter.** »

# Le dilemme de la « Fed » peut se résumer ainsi : si elle abaisse les taux d'intérêt et relance l'économie, elle va nourrir l'inflation et accélérer la chute du dollar.

## En plein dilemme

La question pour 2008 est de savoir si les États-Unis vont connaître un ralentissement, une récession ou une stagflation. Les courbes de rendement inversées constatées l'année dernière suggèrent une réponse. L'histoire montre que des courbes de rendement inversées (quand les rendements à long terme tombent sous les rendements à court terme) sont des signes avant-coureurs de récession. Les investisseurs en obligations cherchant refuge contre une tempête financière imminente se tournent vers la sécurité des obligations du Trésor à long terme.

Malheureusement, le président de la « Fed », Ben Bernanke, est pris dans un dilemme. La bulle du crédit a fini par percer et, pire que tout, l'étendue des dégâts occasionnés a débordé sur 2008, une année d'élections. Le dilemme de la « Fed » peut se résumer ainsi : si elle abaisse les taux d'intérêt et relance l'économie, elle va nourrir l'inflation et accélérer la chute du dollar. Si elle augmente les taux d'intérêt, elle peut garder l'inflation sous contrôle et donner un coup de fouet au dollar, mais détériorera gravement l'économie, et avec elle les aspirations politiques du futur président. Dans un environnement « stagflationniste » (où la croissance stagne et l'inflation augmente), il n'y a pas de bonne solution.

Greenspan lui-même a averti que le risque de stagflation est de 50/50. Mais la masse monétaire n'en continuera pas moins à progresser tandis que Ben Bernanke teste sa thèse de doctorat en situation réelle, à savoir qu'une répression ou une grave récession peut être évitée en inondant le système de liquidités. La Réserve fédérale a cessé de publier ses rapports M3 en mars 2006, mais plusieurs sources ont reconstitué les données et déterminé que la masse monétaire des États-Unis est en train de croître au taux annualisé sans précédent de 16 %.

La hausse de la masse monétaire devrait probablement accélérer puisque les banques centrales

ont annoncé qu'elles étaient prêtes à fournir des quantités illimitées de liquidités pour préserver la solvabilité des banques et éviter une crise financière systémique. Les conséquences inflationnistes de cette politique ne font aucun doute.

## Les défaillances de cartes de crédit sont la prochaine étape

L'effet de domino sur la crise du crédit va continuer. Après les défaillances de crédit hypothécaire, nous pouvons nous attendre à des incidents de crédit sur les emprunts ou les opérations de crédit-bail pour l'achat de voitures. Mais le plus gros problème pourrait bien être les incidents sur les cartes de crédit. Les Américains ont accumulé près de 1 000 milliards USD de dettes par cartes de crédit. Sur une base « par tête », les Canadiens ne font guère mieux. Les arriérés de cartes de crédit vont augmenter, car les consommateurs ne peuvent plus utiliser leurs marges de crédit sur valeur domiciliaire pour acquitter leurs opérations par carte bancaire. L'éclatement de la bulle des cartes bancaires en 2008 sera un autre coup porté au marché du crédit déjà fragilisé. Une étude conduite au Royaume-Uni indique que, aussi incroyable que cela puisse paraître,





6 % des propriétaires britanniques ont utilisé leurs cartes de crédit pour payer leurs hypothèques. De nouvelles campagnes de marketing pour cartes de crédit annonçant des taux aguicheurs de 0 % assurent que de nombreux emprunteurs non solvables se verront imposer des taux de 19 à 36 %. Comparée à cette situation, la crise des « subprimes » pourrait sembler superficielle.

### Puis viendront les défaillances d'obligations de société et municipales

Les obligations de société et les obligations municipales pourraient être la prochaine source de problèmes. Sur le marché des obligations de société, les grosses compagnies d'assurance monolignes (qui sont cautions en cas de défaillance des émetteurs d'obligations) peuvent risquer la faillite ou au moins perdre leur cote de crédit « triple A » tant convoitée. En cas de changement de crédit, toutes leurs obligations assurées, également notées « triple A », perdraient cette cote. Comme les investisseurs institutionnels sont obligés de détenir uniquement des créances « triple A », cela résulterait dans la vente forcée de milliards d'instruments de créance sur un marché déjà déclinant.

Les perspectives semblent tout aussi sinistres du côté des obligations municipales. La crise des « subprimes » a obligé de nombreux consommateurs à abandonner leur domicile.

### Le pic pétrolier est peut-être atteint

En 2008, un problème baptisé « pic pétrolier » devrait occuper le devant de la scène. Ce terme ne renvoie pas à la quantité de réserves de pétrole sous terre, mais à la capacité de production, qui est au centre des préoccupations depuis des années. D'autre part, si les puits de pétrole pompent à leur capacité maximale, le nombre de barils de pétrole par an est proche de baisser pour la première fois de l'histoire, alors que la demande mondiale augmente selon un taux de progression à deux chiffres. En outre, les raffineries existantes tournent à leur capacité maximale, et il n'existe aucun projet de construction de nouvelles raffineries. Il est désormais clair que bon nombre de sites de production majeurs, comme la Mer du nord, le Mexique, le Koweït et d'autres encore, ont atteint leur niveau maximal en termes de pétrole à extraire, et qu'ils sont maintenant sur le déclin. L'investisseur en marchandises, Jim Rogers, a déclaré que « le niveau final atteint par le prix du pétrole en surprendra plus d'un ».

### Risque de contrepartie : la grande inconnue

Le risque de contrepartie sera au cœur de l'attention en 2008, une grande partie des prêts hypothécaires à risque arrivant à échéance, ce qui va entraîner de nouvelles saisies et une augmentation de la pression sur le marché de l'immobilier. On peut estimer à 250 milliards USD les pertes pour 2008. Comme nous l'avons vu récemment, les contreparties des titres adossés à des créances obligataires et des prêts hypothécaires peuvent s'avérer défaillantes. Et le risque de contrepartie pour de nombreux instruments dérivés demeure une parfaite inconnue.

Fannie Mae dispose de 2,6 billions USD en prêts hypothécaires assurés, dont 950 milliards USD sont des prêts à haut risque, avec seulement 50 milliards USD de capital effectif en couverture. Le directeur des cautionnements, Bill Gross, est

...le nombre de barils de **pétrole par an** est sur le point de **baisser** pour la **toute première fois...**

très préoccupé par la solidité financière des contreparties à ces prêts hypothécaires à risque, et s'interroge sur leur capacité à offrir des biens en garantie lorsque leurs positions évolueront contre elles : « Cela va sans aucun doute devenir un problème majeur avec l'explosion des pertes sur prêts hypothécaires ou autres en 2008. »

## Les prémisses d'une tendance à la hausse à long terme pour les métaux précieux

À la fin des années 1970, les gens faisaient la queue pour acheter des métaux précieux. Cette année, lorsque l'or a atteint le niveau record de 900 USD l'once, il est arrivé qu'un seul des six caissiers négociant de l'or à la Scotiabank de Toronto soit occupé à servir un client et que personne d'autre n'attende derrière. Il est clair que peu d'investisseurs particuliers (sans même parler des institutionnels) sont conscients du fait que le marché des métaux précieux est engagé sur une hausse à long terme, avec des fondamentaux solides indiquant qu'il devrait s'agir d'un très long terme.

## Ventiler au moins 20 % en métaux précieux

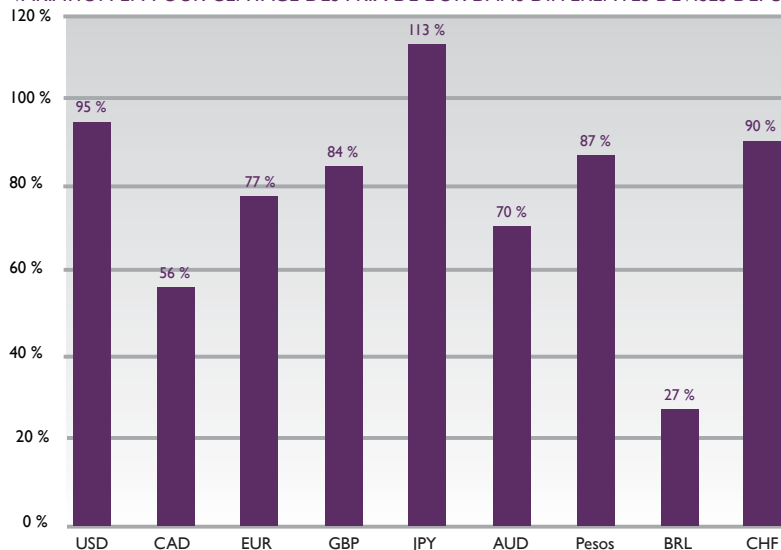
Les investisseurs ne peuvent pas ignorer les signes avant-coureurs s'ils souhaitent protéger leur patrimoine. Il est temps de rééquilibrer les portefeuilles en privilégiant la sécurité sur la progression.

Les avoirs matériels offrent le plus haut degré de corrélation négative avec les avoirs financiers classiques, et aideront à protéger les portefeuilles contre un fléchissement du marché. Pour renforcer leur protection, les investisseurs doivent ventiler une plus grande part de leurs portefeuilles en métaux précieux. Au vu de l'état précaire de l'économie et des marchés, nous recommandons une ventilation minimale de 20 %, mais Wainwright Economics suggère un pourcentage encore plus élevé (au moins 40 %).

## Prévisions de prix

Les prévisions de prix pour l'or en 2008 couvrent une vaste plage, mais le prix courant n'a pas vraiment d'importance. Pourquoi ? Parce qu'à long terme, les prix des métaux précieux (l'or, l'argent et le platine) atteindront des niveaux beaucoup plus élevés, et ce, dans toutes les devises. Les facteurs sous-jacents induisant les hausses actuelles vont non seulement continuer, mais vraisemblablement s'accélérer. De nombreux analystes prédisent qu'en 2008, l'or va dépasser 1 000 USD l'once, l'argent 20 USD l'once et le platine 2 000 USD l'once, et que les prix vont continuer à grimper les années suivantes. Cette année, les gains sur les métaux précieux mesurés en dollars canadiens (par rapport au dollar américain) seront identiques, le dollar canadien devant soit baisser par rapport au dollar américain, soit resté proche de la parité.

VARIATION EN POUR CENTAGE DES PRIX DE L'OR DANS DIFFÉRENTES DEVISES DEPUIS 2005



## Le temps d'agir est venu

Dans une interview accordée au magazine Fortune, Jim Rogers a déclaré que la situation ne devrait faire qu'empirer :

« Bernanke est en train de faire fumer la planche à billets. Il est devenu incontrôlable, tout comme la Fed. Nous nous dirigeons vers l'une des récessions les plus graves que nous ayons connue depuis la Deuxième Guerre mondiale. »

La Réserve fédérale va-t-elle produire la plus grosse bulle de tous les temps ? On ne peut être sûr de rien, mais la probabilité augmente chaque jour. « Le type de bouleversement observé sur les marchés monétaires internationaux au cours de ces derniers mois n'a jamais encore été observé dans toute l'histoire, » a déclaré Thomas Jordan, gouverneur de la banque centrale suisse.

La crise des subprimes a touché un nerf vital du système financier mondial. » Des lingots de métaux précieux séparés et non individualisés ne peuvent servir de leviers d'endettement, être imprimés ou être empruntés. C'est pourquoi ils offrent une protection à bas risque sans rival réel contre les événements systémiques et l'inflation.

Nous sommes au cœur de la pire crise financière jamais observée sur les marchés du crédit. Si le dollar américain peut bien être la monnaie de réserve mondiale, les métaux précieux sont la réserve de « vraies richesses » du monde. Les métaux précieux sont des avoirs matériels dont la valeur est durable, ce qui explique pourquoi leurs prix continuera à grimper, dans n'importe quel environnement de marché. Le temps d'agir est venu.

*\*Sauf indication contraire, tous les montants sont exprimés en dollars américains*

...les métaux précieux aconstituent la réserve de « vraies richesses » du monde.

### ● AVIS DE CHANGEMENT DE NOM

The Millennium BullionFund devient BMG BullionFund à partir du 18 mars 2008

Bullion Management Group Inc. (BMG) est heureux d'annoncer qu'à compter du 18 mars 2008, sa filiale en propriété exclusive, The Millennium BullionFund™, s'appellera désormais BMG BullionFund™. Ce changement de nom identifie mieux le BullionFund comme un produit de placement de BMG, l'une des sociétés de services financiers sur métaux précieux les plus dynamiques à

l'échelle internationale. En outre, la société envisage de lancer deux nouveaux produits de placement sous le nom BGM plus tard dans l'année. Des informations complètes sur ces produits seront publiées au cours des prochains mois. Nous anticipons une année des plus passionnantes et profitables pour l'ensemble de nos investisseurs.

## États financiers

### Rapport des vérificateurs

Aux actionnaires de  
The Millennium BullionFund

Nous avons vérifié la déclaration du portefeuille de placement du fonds The Millennium BullionFund (« le fonds ») au 31 décembre 2007, les états de l'actif net aux 31 décembre 2007 et 2006, et les états des résultats d'exploitation et variations dans l'actif net pour les exercices concernés. La responsabilité de ces états financiers incombe au gestionnaire du fonds. Notre responsabilité est d'exprimer un avis sur ces états financiers sur la base de nos vérifications.

Nos vérifications ont été effectuées conformément aux normes de vérification généralement reconnues du Canada. Ces normes nous imposent de planifier et de conduire un audit pour nous assurer de l'absence d'inexactitudes dans les états financiers. Un audit consiste à examiner, sur une base de tests, les justifications données en soutien des montants et des informations indiqués dans les états financiers. Un audit consiste également à évaluer les principes comptables utilisés et les estimations effectuées par la direction, ainsi que la présentation générale des états financiers.

Selon notre opinion, ces états financiers présentent avec exactitude, à tous égards matériels, les placements du fonds au 31 décembre 2007, l'actif net du fonds au 31 décembre 2007 et au 31 décembre 2006, et les résultats d'exploitation et variations dans l'actif net pour les exercices concernés en conformité avec les principes comptables généralement reconnus du Canada.

*Ernst & Young LLP*

Comptables agréés  
Toronto, Canada  
18 mars 2008.

## ÉTATS DE L'ACTIF NET

Au 31 décembre	2007 \$	2006 \$
<b>ACTIF</b>		
Lingot d'or, d'argent et de platine à la valeur marchande [Coût moyen : 98 265 397 USD ; 2006 - 66 211 454 USD]	124 039 219	84 946 726
Encaisse	1,613 902	2 139 515
Arriérés de souscription	176 229	296 158
	<b>125 829 350</b>	<b>87 382 399</b>
<b>PASSIF</b>		
Management fees payable	225 358	145 412
Comptes fournisseurs et charges à payer	354 328	212 523
Rachats à payer	264 210	48 611
	<b>843 896</b>	<b>406 546</b>
<b>Actif net représenté par les fonds propres</b>	<b>124 985 454</b>	<b>86 975 853</b>
Catégorie A	92 851 312	66 299 404
Catégorie E09	322 159	-
Catégorie E11	4 298 173	4 138 965
Catégorie F	8 937 600	7 758 537
Catégorie G01	9 001,835	559 061
Catégorie G05	1 362 608	1 826 636
Catégorie G09	1 370,581	1 307 175
Catégorie G10	1 115 657	522 251
Catégorie G11	5 725 529	4 563 824
	<b>124 985 454</b>	<b>86 975 853</b>
<b>Valeur liquidative par part</b>		
Catégorie A	8.41	8.20
Catégorie E09	8.72	-
Catégories E11	8.77	8.44
Catégorie F	8.72	8.42
Catégorie G01	8.48	8.27
Catégorie G05	9.05	8.78
Catégorie G09	8.62	8.32
Catégorie G10	8.57	8.26
Catégorie G11	8.62	8.31

*Voir les notes en annexe*

Pour le compte du conseil d'administration de Bullion Management Services Inc.,  
Dépositaire et gestionnaire de The Millennium BullionFund :



Nick Barisheff,  
Administrateur



Larry Gamble,  
Administrateur

## ÉTATS DES RESULTATS D'EXPLOITATION

Clôture des exercices le 31 décembre	2007 \$	2006 \$
<b>GAINS (PERTES) RÉALISÉS ET NON RÉALISÉS SUR PLACEMENTS</b>		
Gain net réalisé sur placements	-	877 313
Perte nette réalisée sur change	(23 620)	(4 952)
Variation dans les plus-values financières non réalisées	7 032,291	13 623 482
Gain net sur placements	7 008 671	14 495 843
<b>PRODUIT FINANCIER</b>		
Frais de rachats anticipés	37 937	269 762
Intérêts	7 679	5 845
	45 616	275 607
<b>CHARGES D'EXPLOITATION</b>		
Frais de gestion [note 4]	2 180 365	1 372 311
Frais d'établissement de rapports	565 698	318 667
Frais d'entreposage des lingots	342 765	212 895
Taxes sur les produits et services	193 230	121 065
Autres charges administratives	41 704	47 467
Frais juridiques	77 516	52 211
Frais de vérification	52 317	39 795
Intérêts et frais bancaires	754	3 082
	3 454 349	2 167 493
Charges assumées par le gestionnaire [note 4]	-	131 116
	3 454 349	2 036 37
Perte financière nette pour l'exercice	(3 408 733)	(1 760 770)
Augmentation de l'actif net résultant de l'exploitation	3 599 938	12 735 073
Augmentation de l'actif net résultant de l'exploitation par catégorie		
Catégorie A	2 380 865	9 594 062
Catégorie E09	2 159	-
Catégories E11	159 208	699,989
Catégorie F	320 348	1,094,746
Catégorie G01	395 724	15,403
Catégorie G05	22 510	163 015
Catégorie G09	42 958	432 683
Catégorie G10	13 436	(21 980)
Catégorie G11	262 730	757 155
Augmentation de l'actif net résultant de l'exploitation par part		
Catégorie A	0,24	1,41
Catégorie E09	0,06	-
Catégorie E11	0,32	1,42
Catégorie F	0,33	1,59
Catégorie G01	0,53	0,59
Catégorie G05	0,12	1,25
Catégorie G09	0,27	1,10
Catégorie G10	0,11	(0,35)
Catégorie G11	0,44	1,83

Voir les notes en annexe

## ÉTATS DE L'ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET

Clôture des exercices le 31 décembre	Catégorie A		Catégorie E09	
	2007 \$	2006 \$	2007 \$	2006 \$
Actif net en début d'exercice	66 299 404	33 855 256	-	-
Augmentation de l'actif net résultant de l'exploitation	2 380 865	9 594 062	2 159	-
<b>Opérations sur les capitaux propres</b>				
Produit de l'émission de parts	34 954 436	31 798 930	320 000	-
Rachat de parts	(10 783 393)	(8 948 844)	-	-
	24 171 043	22 850 086	320 000	-
Actif net en fin d'exercice	92 851 312	66 299 404	322 159	-

	Catégorie E11		Catégorie F	
	2007 \$	2006 \$	2007 \$	2006 \$
Actif net en début d'exercice	4 138 965	-	7 758 537	5 949 475
Augmentation de l'actif net résultant de l'exploitation	159 208	699 989	320 348	1 094 746
<b>Opérations sur les capitaux propres</b>				
Produit de l'émission de parts	-	3 438 976	3 247 296	4 762 032
Rachat de parts	-	-	(2 388 581)	(4 047 716)
	-	3 438 976	858 715	714 316
Actif net en fin d'exercice	4 298 173	4 138 965	8 937 600	7 758 537

	Catégorie G01		Catégorie G05	
	2007 \$	2006 \$	2007 \$	2006 \$
Actif net en début d'exercice	559 061	-	1 826 636	262 709
Augmentation de l'actif net résultant de l'exploitation	395 724	15 403	22 510	163 015
<b>Opérations sur les capitaux propres</b>				
Produit de l'émission de parts	8 739 841	543 658	199 909	1 541 869
Rachat de parts	(692 791)	-	(686 447)	(140 957)
	8 047 050	543 658	(486 538)	1 400 912
Actif net en fin d'exercice	9 001 835	559 061	1 362 608	1 826 636

Voir les notes en annexe

## ÉTATS DE L'ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET (continué)

Clôture des exercices le 31 décembre	Catégorie G09		Catégorie G10	
	2007 \$	2006 \$	2007 \$	2006 \$
Actif net en début d'exercice	1 307 175	371 382	522 251	-
Augmentation de l'actif net résultant de l'exploitation	42 958	432 683	13 436	(21 980)
<b>Opérations sur les capitaux propres</b>				
Produit de l'émission de parts	287 583	7 516 819	580 088	544 342
Rachat de parts	(267 135)	(7 013 709)	(118)	(111)
	20 448	503 110	579 970	544 231
Actif net en fin d'exercice	1 370 581	1 307 175	1 115 657	522 251

	Catégorie G11		Total	
	2007 \$	2006 \$	2007 \$	2006 \$
Actif net en début d'exercice	4 563 824	2 170 296	86 975 853	42 609 11
Augmentation de l'actif net résultant de l'exploitation	262 730	757 155	3 599 938	12 735 073
<b>Opérations sur les capitaux propres</b>				
Produit de l'émission de parts	1 326 333	1 913 826	49 655 486	52 060 453
Rachat de parts	(427 358)	(277 453)	(15 245 823)	(20 428 791)
	898 975	1 636 373	34 409 663	31 631 662
Net assets, end of year	5 725 529	4 563 824	124 985 454	86 975 853

See accompanying notes

## RELEVÉ DU PORTEFEUILLE

Au 31 décembre 2007	Fine Ounces	Average Cost \$	Market Value \$	Total %
Description				
<b>Lingots d'or, d'argent et de platine</b>				
Lingots d'or	50 730	32 617 675	41 744 467	33,65
Lingots d'argent	2 938 627	32 884 540	42 808 216	34,52
Lingots de platine	26 149	32 763 182	39 486 536	31,83
Total du portefeuille		98 265 397	124 039 219	100,00

Voir les notes en annexe

# NOTES RELATIVES AUX ÉTATS FINANCIERS

## I. FORMATION DU FONDS

The Millennium BullionFund [le « fonds »] a été établi sous la législation de l'Ontario par une « Master Declaration of Trust and Regulation » (déclaration de dépôt et réglementation) en date du 15 janvier 2002. Bullion Management Services Inc. est le dépositaire et le gestionnaire du fonds. Le fonds offre neuf catégories de parts. Ces états financiers concernent les parts de catégorie A, E09, E11, F, G01, G05, G09, G10 et G11. La catégorie E01 a été rebaptisée catégorie E11 le 16 avril 2007. Toutes les catégories partagent les mêmes attributs en termes d'évaluation, mais sont soumises à une tarification différente en termes de commission de gestion.

Le fonds est également autorisé à émettre des parts de catégorie I, mais aucune n'a été émise en 2007.

## 2. RÉSUMÉ DES PRINCIPALES CONVENTIONS COMPTABLES

Les états financiers ont été établis en conformité avec les principes comptables généralement reconnus du Canada et incluent des estimations et des hypothèses faites par le gestionnaire qui affectent les montants de l'actif, du passif et des résultats sur les périodes de déclaration. Les principales conventions comptables sont résumées ci-après.

### Évaluation et garde des placements

Les lingots d'or, d'argent et de platine ont été évalués sur la base de l'indice « PM Fix » de Londres, la différence entre ce montant et le coût moyen étant indiquée sous forme de plus-value (ou moins-value) non réalisée sur investissements.

Les valeurs marchandes des placements libellés en devises étrangères sont converties en dollars canadiens au taux de change applicable à la date d'évaluation.

Les lingots d'or, d'argent et de platine du fonds sont détenus selon les termes d'un contrat de garde par une banque privilégiée de premier plan du Canada (ou une filiale de celle-ci) sur une base individualisée.

Chaque lingot individualisé est enregistré par raffinerie, poids exact en onces et numéro d'identification.

	Individualisés	Non individ.	Total 31 déc. 2007	Individualisés	Non individ.	Total 31 déc. 2006
Or (onces)	49 903,242	826,987	50 730,229	36 192,589	314,875	36 507,464
Argent (onces)	2 901 938,252	36 689,189	2 938 627,441	2 205 659,468	14 286,468	2 219 946,380
Platine (onces)	25 750,716	398,662	26 149,378	18 441,789	176,952	18 618,741

Le placement en métaux précieux du fonds est libre et dégagé de tout droit de rétention ou revendication éventuel de la banque privilégiée de premier plan du Canada (ou la filiale de celle-ci), sauf si cette revendication découle de frais non réglés.

### Opérations de placement et constatation des résultats

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

Les achats et ventes de placements et les résultats sont convertis en dollars canadiens au taux de change en vigueur à la date des opérations.

Le gain ou la perte 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. Les charges associées spécifiquement à une catégorie de parts sont imputées directement à cette catégorie. Les autres charges sont imputées proportionnellement à chaque catégorie sur la base de la valeur liquidative moyenne de chacune.

Les revenus, les gains et les pertes réalisés et non réalisés sont imputés à chaque catégorie du fonds sur la base de la part proportionnelle de la catégorie dans l'actif net total du fonds.

### Calcul de la valeur liquidative par part

La valeur liquidative de chaque classe de parts du fonds est calculée en dollars canadiens à 16 h (heure de la côte est) chaque jour d'ouverture des bourses de Londres et de Toronto.

Une valeur liquidative distincte est calculée pour chaque catégorie de parts du fonds en se basant sur la part proportionnelle de la catégorie dans l'actif commun du fonds moins la part proportionnelle de cette catégorie dans le passif commun du fonds, et en déduisant de ce montant tous les éléments de passif associés uniquement à cette catégorie particulière. La valeur liquidative par part pour chaque catégorie est déterminée en divisant la valeur liquidative de chaque catégorie par le nombre de parts en circulation à la date d'évaluation.

## NOTES RELATIVES AUX ÉTATS FINANCIERS (continué)

---

### Impôt sur le revenu

Les revenus de placement nets imposables et les plus-values nettes réalisées au cours de l'exercice sont distribués entre les détenteurs de parts et le fonds n'est donc pas soumis à l'impôt sur le revenu. Par conséquent, il n'y a aucune provision pour impôt sur le revenu dans les présents états financiers.

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

L'augmentation (la diminution) de l'actif net par part résultant de l'exploitation dans l'état des résultats d'exploitation représente l'actif net résultant de l'exploitation imputable à une catégorie de parts pour la période, divisé par le nombre moyen pondéré de parts de cette catégorie en circulation au cours de l'exercice.

### Adoption de nouvelles conventions comptables

À compter du 1er janvier 2007, le fonds a adopté le manuel s.3855 de l'Institut canadien des comptables agréés qui donne des directives pour la constatation, la classification, la mesure initiale et les mesures suivantes des instruments financiers ; le manuel s.3861 qui donne des principes de bonne information pour les instruments financiers ; et le manuel s.1530 qui décrit la méthode du résultat global. Comme le fonds avait précédemment adopté les prescriptions d'AcG 18 pour la mesure des instruments financiers en valeurs actuelles, l'adoption de ces normes n'a eu aucun impact sur les états financiers du fonds. Comme les instruments financiers du fonds continuent à être enregistrés à une fraction amortie du coût, qui s'approche de la valeur actuelle, le résultat global est égal à l'augmentation de l'actif net résultant de l'exploitation puisque le fonds ne possède pas d'éléments financiers qui génèrent d'autre résultat global.

### Futures modifications de conventions comptables

L'Institut canadien des comptables agréés (CICA) a publié deux nouvelles conventions comptables, Section 3862, Instruments financiers – Principe de bonne information et Section 3863, Instruments financiers – Présentation, qui s'appliquent aux états financiers intermédiaires et annuels pour les exercices financiers commençant le, ou après le 1er octobre 2007. CICA 3862 met l'accent sur la présentation des risques associés à la fois aux instruments financiers constatés et non constatés, et du mode de gestion de ces risques. Cette nouvelle convention élimine également les informations redondantes et simplifie les principes de bonne information concernant les concentrations de risque, le risque de crédit, le risque d'illiquidité et le risque de prix trouvés dans CICA 3861 ; CICA 3863 reporte les critères de présentation de la Section 3861, sans modification. Le fonds prévoit d'adopter ces nouvelles conventions à partir du 1er janvier 2008. L'impact de l'adoption de ces deux conventions sur les états financiers du fonds ne devrait pas être significatif.

## 3. FRAIS DE GESTION ET COMMISSION DE VENTE

Le gestionnaire est responsable des activités quotidiennes du fonds, et doit assurer l'ensemble des services administratifs requis, ou prendre les dispositions nécessaires à cet égard comme à l'égard de la distribution des parts du fonds. Pour ces services, le fonds verse au gestionnaire une commission de gestion annuelle de 2,25 % pour la catégorie A, 1,25 % pour la catégorie E09, 1 % pour la catégorie E11, 1,25 % pour la catégorie F, 2,25 % pour la catégorie G01, 1,75 % pour la catégorie G05, 1,25 % pour la catégorie G09, 1,125 % pour la catégorie G10 et 1 % pour la catégorie G11, payable chaque mois en arriérés et basée sur la valeur de liquidation quotidienne moyenne du fonds.

Le gestionnaire peut, de temps à autre et à sa discrétion, assumer des charges d'exploitation qui seraient sinon imputées au fonds. Aucune charge d'exploitation n'a été assumée en 2007 (131 116 USD en 2006).

Une commission de vente peut être facturée par un intermédiaire financier ou un représentant légal lors de l'achat de parts de catégorie A, E ou G du fonds par des investisseurs. Le pourcentage maximal de la commission de vente est de 5,26 % du montant net investi. Cette commission est négociable. Aucune commission de vente n'est exigée pour les parts des autres catégories du fonds.

## 4. REPORTS EN AVANT DES DÉFICITS FISCAUX

Le fonds a pour environ 6 489 000 USD [2006 : 3 057 000 USD] de reports en avant des déficits autres qu'en capital pour contrebalancer les futurs revenus imposables, dont 33 000 USD expirant en 2009, 365 000 USD en 2010, 857 000 USD en 2014, 914 000 USD en 2015, 888 000 USD en 2026 et 3 432 000 USD en 2027.

## NOTES RELATIVES AUX ÉTATS FINANCIERS (continué)

### 5. FONDS PROPRES

Les opérations sur les différentes parts au cours des exercices financiers se clôturant au 31 décembre ont été les suivantes :ws:

	Catégorie A 2007	2006	Catégorie E09 2007	2006
Solde en début d'exercice	8 082 540	5 139 160	-	-
Émises	4 292 583	4 096 394	36 945	-
Rachetées	(1 336 127)	(1 153 014)	-	-
Solde en fin d'exercice	11 038 996	8 082 540	36 945	-

	Catégorie E11 2007	2006	Catégorie F 2007	2006
Solde en début d'exercice	490 221	-	921 562	887 830
Émises	-	490 221	388 300	600 276
Redeemed	-	-	(284 959)	(566 544)
Solde en fin d'exercice	490 221	490 221	1 024 903	921 562

	Catégorie G01 2007	2006	Catégorie G05 2007	2006
Solde en début d'exercice	67 630	-	208,083	37 436
Émises	1 082 045	67 630	22 721	187 787
Rachetées	(87 532)	-	(80 253)	(17 140)
Solde en fin d'exercice	1 062 143	67 630	150 551	208 083

	Catégorie G09 2007	2006	Catégorie G10 2007	2006
Solde en début d'exercice	157 128	56 150	63 209	-
Émises	35 083	967 706	66 995	63 222
Rachetées	(33 255)	(866 728)	(14)	(13)
Solde en fin d'exercice	158 956	157 128	130 190	63 209

	Catégorie G11 2007	2006
Balance, beginning of year	549 106	328 865
Issued	164 535	251 222
Redeemed	(49 695)	(30 981)
Balance, end of year	663 946	549 106

### 6. INSTRUMENTS FINANCIERS ET GESTION DE RISQUES

L'excédent de liquidités du fonds est investi uniquement en lingots d'or, d'argent et de platine. En conséquence, le fonds est exposé aux différents types de risques associés à sa stratégie d'investissement. Les risques les plus importants incluent le risque sur les métaux précieux et le risque de change.

#### Risque sur les métaux précieux

Les prix de l'or, de l'argent et du platine sont affectés par de nombreux facteurs tels que l'évolution du rapport entre l'offre et la demande et les événements politiques et économiques internationaux. En outre, les gouvernements peuvent intervenir de temps à autre, directement et par voie de réglementation, sur certains marchés tels que celui de l'or. Ces facteurs affecteront indirectement les prix de l'or, de l'argent et du platine.

Les achats directs de lingots d'or, d'argent et de platine peuvent générer des frais d'opération et de garde plus élevés que les autres types de placements, ce qui peut avoir des conséquences sur les performances du fonds.

Les métaux précieux ne génèrent pas de flux de revenus s'ils sont conservés dans des comptes individualisés séparés sans être loués. Comme le fonds ne loue pas ses lingots, il ne gagnera de l'argent que s'il vend l'or, l'argent et le platine à profit.

#### Risque de change

L'or, l'argent et le platine sont généralement négociés en dollars américains, et le fonds est donc vulnérable au risque de change. Si la valeur du dollar canadien baisse par rapport à la devise étrangère, la valeur du placement exprimée en monnaie canadienne augmentera. Si la valeur du dollar canadien augmente par rapport à la devise étrangère, la valeur du placement exprimée en monnaie canadienne baissera. Le fonds ne compte pas se couvrir contre le risque de change.

## RENSEIGNEMENTS GÉNÉRAUX

### GESTIONNAIRE

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

### DÉPOSITAIRE

ScotiaMocatta  
La banque de Nouvelle-Écosse  
40 King Street West  
Scotia Plaza, 68th Floor  
Toronto, ON M5W 2X6

### ADMINISTRATEUR

RBC Dexia Investor Services  
77 King Street West, 7<sup>e</sup> 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, Toronto-Dominion Centre  
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<sup>MC</sup> 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<sup>MC</sup> 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.



[www.bullionfund.com](http://www.bullionfund.com)