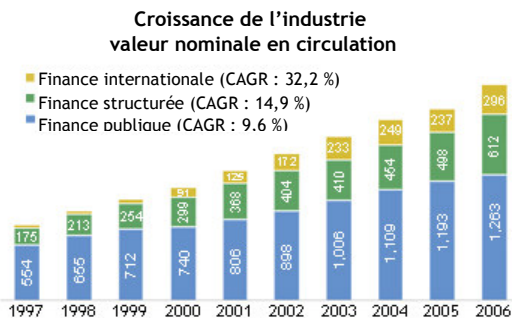


QUAND L'ASSURANCE INQUIÈTE PREMIÈRE DE DEUX

De fortes craintes ont affecté les titres des secteurs des services financiers au cours des dernières semaines. Cette volatilité a été exacerbée par les difficultés auxquelles font face un groupe de joueurs composant un secteur auparavant méconnu du monde de la finance : les assureurs-crédit. Cette édition du Point de repère est la première d'une série de deux dans lesquelles nous analysons les récents événements reliés à l'assurance crédit pour mieux comprendre ses risques et impacts potentiels sur les marchés financiers.

BIENVENUE DANS LE MONDE DE L'ASSURANCE CRÉDIT OBLIGATAIRE

La première police d'assurance crédit a été émise en 1971. Ce type de cautionnement financier garantit le paiement du capital et de l'intérêt advenant la défaillance de l'emprunteur. La demande pour ces garanties est très élevée; environ 5,8 billions \$ de polices ont depuis été souscrites. Les emprunteurs - principalement des entités municipales et de services publics - et les investisseurs bénéficient de tels cautionnements; les premiers abaissent leurs coûts d'emprunt de façon considérable grâce à de meilleures cotes de crédit, et les investisseurs invoquent la garantie - émise par des entités AAA - pour faciliter leur analyse de crédit. La dette ainsi émise devient disponible à un plus grand nombre d'acheteurs, améliorant l'efficacité des marchés.



Sources : JP Morgan, AFGI

LES ASSUREURS SOUSCRIVENT DE NOUVEAUX RISQUES POUR ACCÉLÉRER LEUR CROISSANCE

Malgré son rôle prépondérant, l'industrie de la finance municipale n'affiche pas un taux de croissance très élevé. Les assureurs ont ainsi cherché à améliorer leurs perspectives de croissance en empruntant de nouvelles avenues. Ils ont trouvé chaussure à leur pied dans les instruments de crédit structuré (titres adossés à des créances, ou CDO). Le concept est le même - l'assureur garantit le paiement du capital et de l'intérêt - mais le collatéral sous-jacent diffère, passant de stations de traitement d'eau et aéroports aux prêts à haut risque, Alt-A et titres adossés à des prêts hypothécaires commerciaux. Bien que la première garantie de ce genre ait été souscrite au milieu des années 1980, l'industrie

a connu une période d'expansion explosive à compter de 2005, de concert avec l'industrie des prêts hypothécaires à haut risque. Les assureurs obligataires ont alors conclu des contrats dont la valeur excède 200 milliards \$ en titres hypothécaires complexes. Les émissions d'emprunts par CDO ou autres véhicules de crédit structuré peuvent être assurés, mais ils ne sont pas immunisés contre les forces du marché; la valeur du nantissement sous-jacent varie donc selon les circonstances.

En raison de fortes baisses dans la valeur des actifs des CDO utilisés à des fins de nantissement, les agences de notation ont fait pression auprès des assureurs pour que ces derniers augmentent le capital sans quoi ils risquent de perdre leurs précieuses cotes AAA. La détention d'une cote de crédit aussi élevée constitue la raison d'être pour l'assureur. Une décote aurait un effet très dramatique sur un très grand nombre d'investisseurs, engendrant de fortes pertes sur les titres assurés et possiblement des ventes forcées. Nous avons d'ailleurs eu un avant-goût d'un tel scénario lorsqu'à la fin de 2007, CIBC et Merrill Lynch ont dû prendre des dépréciations de quelques milliards de dollars en raison de leur exposition à l'assureur déqualifié SCA Capital. Depuis, les agences de notation continuent de mettre de la pression auprès des assureurs de premier rang, tels qu'AMBAC et MBIA. Les organismes de réglementation ont tenté de formuler des opérations de sauvetage des assureurs par les institutions financières, et des investisseurs réputés tels Warren Buffet et Wilbur Ross considèrent actuellement prendre part à cette industrie alors qu'elle confronte la plus difficile période de son histoire.

QUAND LES AGENCES DE NOTATION S'EN MÊLENT

En raison de fortes baisses dans la valeur des actifs des CDO utilisés à des fins de nantissement, les agences de notation ont fait pression auprès des assureurs pour que ces derniers augmentent le capital sans quoi ils risquent de perdre leurs précieuses cotes AAA. La détention d'une cote de crédit aussi élevée constitue la raison d'être pour l'assureur. Une décote aurait un effet très dramatique sur un très grand nombre d'investisseurs, engendrant de fortes pertes sur les titres assurés et possiblement des ventes forcées. Nous avons d'ailleurs eu un avant-goût d'un tel scénario lorsqu'à la fin de 2007, CIBC et Merrill Lynch ont dû prendre des dépréciations de quelques milliards de dollars en raison de leur exposition à l'assureur déqualifié SCA Capital. Depuis, les agences de notation continuent de mettre de la pression auprès des assureurs de premier rang, tels qu'AMBAC et MBIA. Les organismes de réglementation ont tenté de formuler des opérations de sauvetage des assureurs par les institutions financières, et des investisseurs réputés tels Warren Buffet et Wilbur Ross considèrent actuellement prendre part à cette industrie alors qu'elle confronte la plus difficile période de son histoire.

LE POINT DE REPÈRE NATCAN

L'assurance obligataire connaît une très forte croissance depuis trois décennies; elle s'est développée au point d'incarner un des joueurs principaux de la crise du crédit qui sévit actuellement sur les marchés. Ayant élargi leur sphère d'activités aux emprunts de crédit structuré, les assureurs font maintenant face à de pénibles circonstances, et les agences de notation, de concert avec les organismes de réglementation, recherchent une certaine restructuration afin d'éviter une cascade de pertes. Dans la prochaine édition du Point de repère, nous examinerons les impacts potentiels sur les marchés financiers ainsi que les solutions proposées.

Michael Quigley, CFA
Premier vice-président, distribution

MARCHÉS FINANCIERS

| RENDEMENTS AU 22 FÉVRIER 2008 (%) | MAD | TAD | AAD | TAUX EN VIGUEUR LE 22 FÉVRIER 2008 | |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|--|-----------|
| S&P/TSX | 3,34 | -1,53 | -1,53 | CAD/USD | 1,01 |
| S&P 500 | -0,85 | -5,87 | -5,87 | CAD/Euro | 1,50 |
| S&P/TSX Petites capitalisations | 4,63 | -2,49 | -2,49 | Rendement obligations US 10 ans/30 ans | 3,79/4,58 |
| Russell 2000 | -1,64 | -7,44 | -7,44 | Rendement obligations Canada 10 ans/30 ans | 3,89/4,23 |
| MSCI EAEO | -0,37 | -7,63 | -7,63 | Taux Fed Fund (cible) | 3,00 |
| MSCI Monde | -0,57 | -6,19 | -6,19 | | |
| DEX obligataire universel | 0,02 | 0,64 | 0,64 | | |

Note : Rendements en \$ CAN, taux de change Londres 4 h. Sources : Datastream, PC Bond, MSCI-Barra et Bloomberg. PC-Bond, une filiale de TSX Inc. Droit d'auteur © TSX Inc. Tous droits réservés.

Cette publication est destinée à un usage personnel seulement. Les informations et les opinions qui y sont exprimées sont sujettes à changement selon les conditions du marché ou toute autre conjoncture. Les points de vue exprimés sont offerts à titre informatif et aucune prise de décision de placements ne devrait reposer sur ces derniers. Les rendements passés ne permettent pas nécessairement de prévoir les rendements futurs. Ce document ne doit en aucun cas être considéré ou utilisé aux fins d'offre d'achat de parts dans un fonds ou de toute autre offre de titres, quelle que soit la juridiction. En aucun cas, cette publication ne peut être reproduite en tout ou en partie, sans avoir obtenu la permission écrite préalable de Gestion de portefeuille Natcan.