

FANNIE ET FREDDIE S'AVOUENT VAINCUS !

Les marchés financiers ont récemment été fortement perturbés par l'emphase portée sur la situation financière précaire des prêteurs hypothécaires américains Fannie Mae et Freddie Mac. Alors que l'indice Case/Shiller démontre une baisse de 18 % année sur année des prix immobiliers, ces deux mastodontes des marchés financiers mondiaux s'approprient-ils à changer la trajectoire des marchés financiers et de l'économie américaine pour les mois ou années à venir? Examinons la situation.

DES ENTITÉS GOUVERNEMENTALES SE SONT FAIT OCTROYER DES DROITS DE FIRMES DU SECTEUR PRIVÉ

Fannie Mae a été créée en 1938 par l'administration de Franklin D. Roosevelt dans le cadre du *New Deal* afin de stimuler la croissance économique à la fin de la Grande Dépression. Son mandat était de rendre plus abordables l'achat de maisons pour la classe moyenne en facilitant le financement. Quelques années plus tard, Freddie est apparu avec une mission semblable. Les deux compagnies se sont transformées en sociétés cotées en bourse en réaction aux pressions budgétaires engendrées par la guerre du Vietnam. Il faut se concentrer sur la nature hybride de ces deux firmes pour réaliser la place qu'elles occupent et le rôle qu'elles jouent sur l'économie américaine et sur les marchés financiers mondiaux. Ce sont des sociétés publiques cotées, détenues par des actionnaires et possédant une charte d'opération émise par le gouvernement américain leur accordant une garantie de crédit implicite. En d'autres mots, ces deux compagnies peuvent emprunter au même titre que la plus grande puissance du monde et sont exemptes de réglementations bancaires et d'impôts. Leur mission est avant tout de faciliter la production de prêts hypothécaires par l'entremise d'opérations de titrisation, permettant ainsi aux banques d'accorder plus de prêts et augmentant du coup la disponibilité du financement. Les statistiques sur les deux entités sont ahurissantes. Soulignons simplement qu'actuellement, elles détiennent ou garantissent la moitié de la dette hypothécaire américaine totale ou plus de 5 billions des prêts hypothécaires en vigueur.

LA CRAINTE DES MARCHÉS

Les investisseurs sont, à juste titre, préoccupés par la santé financière de Fannie et Freddie dû au fait qu'ils jouent un rôle aussi important dans plusieurs secteurs des marchés et de l'économie. L'ampleur de la dette émise par ces deux sociétés rivalise celle des bons du Trésor en circulation. Ainsi, des milliers d'investisseurs allant de gouvernements étrangers aux banques et maisons de courtage déjà sous pression, aux fonds de couverture et aux caisses de retraite possèdent des créances titrisées pouvant être déclassées en valeur ou en cote en tout temps. L'économie américaine s'efforce de composer avec une sérieuse crise bancaire ainsi qu'avec le baril de pétrole à 140 \$ et un ralentissement imminent. La pire conséquence serait l'avènement de restrictions supplémentaires à la disponibilité du financement hypothécaire en raison des difficultés rencontrées par ces deux firmes. Les investisseurs avertis savent qu'ils ont collectivement souscrit 81 % des titres adossés à des prêts hypothécaires durant le premier trimestre, et qu'une compression de l'offre de crédit est la principale cause de récessions aux États-Unis. La liste des craintes est donc longue. Par contre, un élément nécessite plus d'explications. Les médias ont suggéré que dans l'éventualité d'une intervention du gouvernement pour soutenir F&F - qui fut déjà annoncé - les États-Unis écoperaient d'une dette supplémentaire de 5,3 billions de dollars. Ceci surestime amplement le risque infligé aux contribuables, car il est impossible que la totalité de ces hypothèques se déprécie entièrement et les deux firmes détiennent un nombre considérable d'actifs qui seront pris en charge par l'entité de sauvetage.

LE CANADA EST-IL DANS UNE SITUATION SIMILAIRE?

Encore une fois, le Canada a été bien servi d'adopter une politique distincte. La réglementation bancaire canadienne et les paysages concurrentiels diffèrent considérablement. L'abus de financement a été moins répandu dans ce domaine. La Fiducie du Canada pour l'habitation est responsable de l'achat des prêts hypothécaires des banques ainsi que de leur titrisation et de leur revente aux investisseurs. La société est le deuxième plus important émetteur de dette au pays, après le gouvernement fédéral. Au cours des derniers mois, son produit, l'obligation hypothécaire du Canada (OHC), a vu ses écarts de crédit s'élargir en harmonie avec celles des marchés mondiaux, mais toutefois pas au point de laisser présager un stress lié à l'émetteur ou aux hypothèques sous-jacentes. Les prêts hypothécaires canadiens sont généralement assurés (donc la part des hypothèques à haut risque y est beaucoup moins forte) et normalement remboursés plus rapidement qu'aux États-Unis. De plus, les mesures récemment prises dans le but de limiter les hypothèques sans mises de fonds et amorties sur 35 ans et + démontrent une volonté de conserver un certain contrôle sur la situation.

LE POINT DE REPÈRE NATCAN

L'aggravation des difficultés affectant le marché immobilier américain a grièvement blessé deux des principaux joueurs au moment où les sources d'emprunt privées se font rares. Sachant qu'elles obtiendront l'appui du gouvernement, deux dilemmes restent à résoudre : la valeur du capital dans ces sociétés et la disponibilité du financement hypothécaire au cours des prochains mois. Un investissement en actions de FNM et FRE pourraient être comparé à l'achat de billets de loterie ou d'options. La disponibilité du financement hypothécaire sera un des facteurs critiques à considérer pour tracer la trajectoire de l'économie et des marchés jusqu'en 2009. Nous surveillerons la situation très attentivement.

Michael Quigley, CFA
Premier vice-président, distribution

MARCHÉS FINANCIERS

RENDEMENTS AU 11 JUILLET 2008 (%)	MAD	TAD	AAD	TAUX EN VIGUEUR LE 11 JUILLET 2008
S&P/TSX	-5,20	-5,20	0,48	\$ CA/\$ US 1,01
S&P 500	-4,06	-4,06	-13,30	\$ CA/€ 1,61
S&P/TSX Petites capitalisations	-5,66	-5,66	-6,02	Rendement obligations US 10 ans/30 ans 3,94/4,52
Russell 2000	-3,09	-3,09	-9,89	Rendement obligations Canada 10 ans/30 ans 3,78/4,09
MSCI EAEO	-5,09	-5,09	-13,13	Taux Fed Fund (cible) 2,00
MSCI Monde	-4,44	-4,44	-12,15	
DEX obligataire universel	0,30	0,30	2,52	

Note : Rendements en \$ CA, 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.