

LA VIGIE

JUILLET 2009

La crise financière mondiale

Qu'est-il arrivé ?
Où en sommes-nous ?
Que nous réserve l'avenir ?



*« Vigie : du latin "vigilare" qui signifie veiller. La surveillance exercée par un matelot de veille à partir d'un endroit élevé; son poste d'observation »
- Petit Robert*

GESTION DE PORTEFEUILLE
N A T C A N

« L'univers du placement est en mouvance constante. Pour y naviguer, on doit faire preuve de discipline et de rigueur intellectuelle; on doit pouvoir déchiffrer des indicateurs sur des horizons distants tout en évitant les écueils à proximité. Il faut savoir faire preuve d'humilité et maintenir une bonne dose de réalisme et d'humour. Bref, on doit faire preuve d'une vigilance sans faille.

Ces qualités sont réunies au sein de l'équipe de Gestion de portefeuille Natcan inc. Les commentaires qui suivent reflètent la pensée des professionnels de Natcan sur des événements ayant un impact sur les investisseurs canadiens et leurs conseillers. »

– Pascal Duquette, président et chef du placement

>>> NATCAN

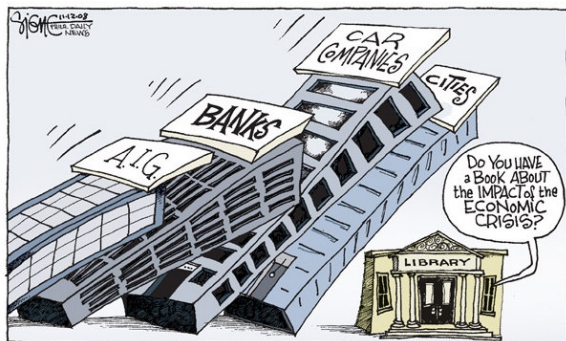
Gestion de portefeuille Natcan Inc. est une filiale de la Banque Nationale du Canada. Fondée en 1990, la société gère près de 23 milliards de dollars et est l'un des plus importants gestionnaires institutionnels canadiens. Nos équipes de gestion agissent selon leurs convictions avec discipline et rigueur, dégagant ainsi des rendements à long terme supérieurs et conformes aux attentes des investisseurs et de leurs conseillers.

>>> L'AUTEUR : PASCAL DUQUETTE, M.Sc., CFA Président et chef de la direction



M. Duquette préside aux destinées de Gestion de portefeuille Natcan Inc. depuis 2004. Auparavant, il a passé 18 ans au sein de l'équipe de gestion des actions mondiales d'Investissements CN, où il avait commencé sa carrière comme analyste de recherche avant d'être chargé de la gestion du portefeuille d'actions européennes à partir de 1993, puis du portefeuille d'actions mondiales à partir de 1998. Au cours de cette période, il a siégé à divers comités de placement responsables de la stratégie de placement du CN. Titulaire d'une maîtrise en sciences (option finances) de l'Université de Montréal en 1989, M. Duquette a aussi le titre d'analyste financier agréé. Il est membre du Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies.

La récession mondiale en cours peut être attribuée à la bulle de l'immobilier résidentiel aux États-Unis qu'avaient fait enfler les pratiques de crédit irresponsables de nombreuses institutions financières. Cette explication a une part de vérité, mais elle est un peu simpliste. Pour mieux comprendre comment nous en sommes arrivés là, et surtout, ce que nous devons faire pour sortir de cette mauvaise passe, il faut prendre du recul, considérer les choses dans une perspective plus globale et analyser les tendances à long terme.



Essentiellement, l'effondrement spectaculaire auquel nous avons assisté ces 18 derniers mois découle du fait que la société dans son ensemble a changé d'attitude à l'égard du risque, au point d'en assumer beaucoup plus que ce qui était approprié. Quand un effet de levier aussi puissant s'incruste dans tous les rouages du système, le moindre grain de sable peut gripper la machine et provoquer une réaction en chaîne. Et comme pour toute réaction en chaîne, il est difficile de prédire exactement comment et où elle se terminera.

Examinons tout d'abord comment une culture de primauté des droits sur les devoirs et ce changement d'attitude à l'égard du risque ont engendré un climat propice à une crise financière, comme on n'en voit qu'une dans toute une vie. Nous nous pencherons ensuite sur les répercussions de cette crise, à la fois dans le monde qui nous entoure et sur les marchés financiers. Enfin, nous prendrons notre courage à deux mains et émettrons quelques commentaires sur la stratégie de placement la plus indiquée dans ce climat.

COMMENT EN SOMMES-NOUS ARRIVÉS LÀ ?

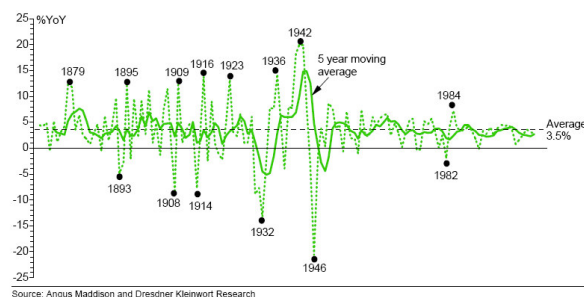
Réglementation : de moins à plus... puis à moins encore ?

En regardant le tableau illustrant l'évolution du PIB américain sur 135 ans, il est frappant de voir que cette longue période peut être clairement divisée en deux temps : avant et

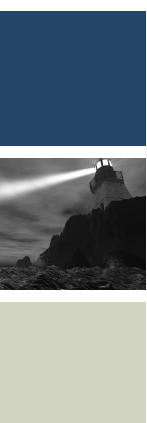
après la Deuxième Guerre mondiale. Les années d'avant-guerre étaient marquées par des fluctuations considérables de la croissance du PIB, parce que les cycles économiques alternaient les phases haussières et baissières de forte amplitude. Mais à partir du début des années 1950 règne une stabilité beaucoup plus grande. Auparavant, les États-Unis étaient une société industrielle avec une administration plutôt petite et peu de réglementation. Le marché était en général livré aux aléas des dernières décisions prises et, à l'exception de celui de Franklin Roosevelt, le père du *New Deal*, les gouvernements avaient adopté une politique de laisser-faire. Après la Deuxième Guerre, l'économie devenue post-industrielle s'est orientée davantage vers les services, qui se prêtent mieux à la stabilité. Mais les gouvernants ont en plus décidé d'intervenir de manière beaucoup plus préventive pour essayer de maîtriser les cycles économiques en utilisant un large éventail de leviers monétaires et budgétaires et en réglementant plus strictement certains secteurs clés. C'est en ce sens qu'on qualifie souvent la seconde moitié du XX^e siècle d'âge d'or des banques centrales. Quoi qu'on en dise, notre graphique montre éloquentement que l'intervention des pouvoirs publics peut aider à renforcer la stabilité économique.

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE AVANT ET APRÈS LA DEUXIÈME GUERRE MONDIALE

Deux périodes : instabilité, puis stabilité
(croissance du PIB des États-Unis de 1871 à 2006)



À partir des années 1980, le monde occidental a vu s'opérer un changement idéologique évident vers une philosophie empreinte de libéralisme économique classique. Cette école de pensée soutient que tous les problèmes peuvent être résolus sur le marché par le jeu de l'offre et de la demande. Ronald Reagan et Margaret Thatcher se sont faits les champions infatigables de ce libéralisme. Le premier a défié les contrôleurs aériens tôt dans son premier mandat; la seconde a affronté les mineurs de charbon. Et tous deux ont ainsi contribué à modifier l'équilibre des forces



entre le capital et le travail et à le faire basculer au profit du capital aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais aussi dans une moindre mesure, au sein d'autres pays occidentaux.

L'un des principes du libéralisme est qu'il faut réglementer le moins possible l'économie. Vers la fin de son deuxième mandat, Ronald Reagan a nommé Alan Greenspan à la présidence de la Réserve fédérale, souvent considéré comme l'architecte de la vaste déréglementation qu'a subie le système bancaire et financier américain au cours des 18 années de son règne au poste tout-puissant de grand argentier. Ce que Alan Greenspan a légué est une économie plus exposée aux bulles spéculatives, aux scandales des milieux d'affaires et aux crises financières, mais assez robuste pour survivre à ces chocs. Rappelons que malgré les alertes - crise des caisses d'épargne et de prêts, rôle des produits dérivés dans les faillites de la banque Barings et d'Orange County, chute de Long Term Capital Management et scandale comptable d'Enron - le président de la Fed a toujours refusé de réglementer plus sévèrement les produits dérivés, les fonds de couverture et les « entités ad hoc » servant à retirer des dettes de la vue des investisseurs.

Le risque dans le cadre de l'ingénierie et la « créativité » financière

Comme nous le disions en introduction, le risque est à la racine des maux que nous vivons tous - ménages, entreprises, institutions financières et gestionnaires de portefeuille - du fait que la société dans son ensemble en a tout simplement trop pris. Cette tolérance accrue au risque trouve une de ses sources dans un orgueil démesuré, mélange de vanité et d'arrogance qui finit par entraîner son auteur dans la chute. Dans le cas présent, l'arrogance a été le fait des professionnels du secteur financier qui ont cru pouvoir, par « l'ingénierie financière », contourner le principe le plus élémentaire de tout placement, à savoir le fait que risque et rendement sont directement proportionnels.

L'ingénierie financière consiste à monter des plans de financement par une approche multidisciplinaire faisant intervenir la théorie financière, les méthodes d'ingénierie, les outils mathématiques et la programmation informatique. Dans la pratique, il s'agit de créer des modèles mathématiques sur ordinateur permettant d'avoir des guides et repères dans la gestion des portefeuilles,

l'évaluation des titres et le financement des projets. Citons comme exemples le modèle d'évaluation des actifs financiers (plus connu sous son sigle anglais CAPM), le modèle d'évaluation des options de Black-Scholes et la frontière efficiente de Markowitz, sur laquelle repose la théorie moderne des portefeuilles.

Cette créativité a été source de confort pour de nombreux professionnels du secteur financier, en leur donnant à tout le moins l'impression de bien cerner le risque relié aux placements. Elle a servi aussi à créer des outils sophistiqués de mesure du risque et de produits dérivés complexes censés contrôler ce risque. Dès lors que vous pensez comprendre les risques, les mesurer avec précision et empêcher qu'ils échappent à votre contrôle, vous avez tout naturellement tendance à tolérer beaucoup plus.

L'ingénierie financière a ainsi servi à créer les swaps sur défaillance de crédit, les obligations adossées à des dettes, la titrisation et des produits dérivés complexes, qui devaient tous permettre aux investisseurs de profiter des taux plus élevés des titres d'emprunt risqués... sans en assumer les risques. Dès 2003, Warren Buffett avait qualifié ces innovations « d'armes de destruction massive de la valeur » et avait lancé un avertissement - non sans clairvoyance - à l'effet que les titres issus de ces montages finiraient par menacer non seulement leurs acheteurs et leurs vendeurs, mais le système financier tout entier.

Des banques agissant comme les fonds spéculatifs ?

Les banques américaines ont subi une profonde métamorphose en deux décennies. Les emprunteurs faisant de plus en plus appel au marché libre, les moyens classiques de financement ne représentent plus que 40 % du crédit. Les banques ont donc été contraintes de chercher d'autres sources de revenus que les prêts, et ont vu s'ouvrir de nombreuses nouvelles possibilités grâce à la déréglementation massive amorcée dans les années 1980. La loi Gramm-Leach-Bliley de 1999 a en effet abrogé des dispositions clés de la loi Glass-Steagall adoptée en 1933, à la fin de la Grande Dépression. Ces dispositions interdisaient aux banques de dépôt d'agir comme banques d'affaires. Depuis 1999, les banques américaines se sont diligemment employées à faire de l'ingénierie financière pour orchestrer une expansion du crédit et augmenter leurs honoraires. Pour l'essentiel, il s'agissait d'utiliser le « financement



structuré » pour transformer magiquement des éléments de passif (des emprunts hypothécaires de qualité variable) en éléments d'actif (des valeurs mobilières, de qualité tout aussi variable). Le métier bancaire a de ce fait bien évolué, loin de la routine consistant à recevoir des dépôts liquides, à prêter cet argent et à toucher au passage la différence entre taux créditeurs et débiteurs. La transformation a été telle que les banques apparaissent maintenant comme des hybrides de banques d'investissement et de fonds de couverture.

La titrisation, ou la sous-traitance du risque de crédit

Après l'ampoule électrique, puis le pain tranché, la dernière grande trouvaille de l'alchimie moderne a été de réussir à faire assumer le risque de crédit par un tiers tout en continuant à toucher les commissions de placement de titres. Cette « innovation » financière récente - la titrisation - vise à grouper des titres de dette comme des emprunts hypothécaires, des crédits automobiles ou des soldes de cartes de crédit, et de vendre des tranches de ces groupements à des investisseurs institutionnels et individuels en quête de rendements plus élevés que ceux des valeurs à revenu fixe classiques. Ces titres de dette d'un genre nouveau ont des noms divers mais un qualificatif commun : tous sont « adossés » à des créances hypothécaires ou autres formes de dettes.

Les initiateurs de ces montages financiers ont très vite compris que, puisque le risque était dorénavant sur les épaules des autres, la logique économique voulait qu'ils vendent le plus possible de ces titres adossés, sans trop regarder quelles chances les prêts sous-jacents avaient d'être remboursés. C'est alors que sont apparues toutes sortes de formules douteuses pour les emprunts hypothécaires - hors normes, sans mise de fonds initiale, à taux variable, avec paiement différé du capital, etc. Cet accès facile au crédit a poussé les consommateurs à se surendetter, ce qui a fait s'envoler les évaluations immobilières.

La titrisation tend à réduire la transparence du crédit, et il est devenu difficile d'évaluer convenablement ces titres aussi novateurs qu'inédits. Quand les agences de notation elles-mêmes ne peuvent plus évaluer précisément le risque global des prêts sous-jacents à de tels groupements, il ne faut plus considérer que le marché de ces titres soit efficient. Évidemment, quelqu'un finit toujours

par payer la note, en l'occurrence un investisseur qui sera une autre banque, une maison de courtage, une caisse de retraite, un fonds de placement, un fonds de couverture, une compagnie d'assurance ou un particulier. Et du fait que la titrisation est exportable et que le marché des valeurs mobilières ainsi fabriquées est mondial, cette gangrène financière issue des États-Unis a rapidement infecté toutes les régions du globe.

Finance comportementale - Du côté de l'offre

Les limites de la volatilité comme outil de mesure du risque avaient déjà été mises au grand jour le 19 octobre 1987, ce lundi noir qui avait vu les actions chuter de plus de 20 % en une seule séance. Aussi les experts en ingénierie financière ont-ils créé la notion de « valeur à risque » (VaR), conçue pour mesurer combien un placement ou un portefeuille donné pourrait perdre dans le pire des cas. La VaR se compose de trois éléments : un seuil de confiance (en général 95 % ou 99 %), un cadre temporel (un jour, un mois, un an) et une perte potentielle estimée, en valeur absolue (dollars) ou relative (pourcentage). On dira par exemple qu'à un niveau de confiance de 99 %, tel ou tel portefeuille ne devrait pas perdre plus de 7 % en un seul jour.

Malheureusement, la VaR ne tient pas compte de la perte qui pourrait résulter d'un événement totalement imprévisible, comme les attentats du 11 septembre, qui place l'investisseur dans la zone de 1 % ou de 5 % (inconnue parce qu'en dehors de l'intervalle de confiance de 99 % ou 95 %). L'usage de la VaR s'étant largement répandu, les choix de placement ont conduit à accepter un léger surcroît de risque moyennant un léger surcroît de rendement, en faisant abstraction de la probabilité de 1 % ou de 5 % de perdre beaucoup plus que ce que prévoient les calculs de VaR. Or, l'histoire nous apprend que de tels accidents de parcours surviennent et qu'ils peuvent engendrer des pertes immensément plus élevées que le faible excédent de rendement espéré qu'on troque contre un risque supplémentaire couru. Le coût total des pertes causées par la crise des prêts à risque est chiffré à 4 000 milliards de dollars - rien de comparable, donc, aux petits profits additionnels que des investisseurs ont espérés ou réalisés en choisissant des valeurs à revenu fixe risquées de préférence à des placements « sûrs ».

Enfin, il faut soulever la question du rendement relatif, car l'évaluation et la rémunération des



gestionnaires de portefeuille dépendent en général de la comparaison de leurs résultats à ceux de leurs homologues, et non des rendements réels qu'ils servent aux investisseurs. Cela tend malheureusement à renforcer l'instinct grégaire en inculquant aux gestionnaires tôt dans leur carrière qu'il est plus risqué de faire ce qui est bon pour leurs clients, car ils risquent d'être pénalisés pour ne pas avoir suivi le troupeau.

Il est utile de rappeler que l'ordinateur était loin d'être omniprésent il y a trois décennies. Avant l'informatique, les gestionnaires de portefeuille attendaient de deux à trois semaines après la fin d'une période pour avoir un état complet de la situation. Calculer le rendement d'un placement était alors une tâche complexe et laborieuse, qui n'était exécutée qu'à la fréquence exigée par les autorités - une fois par trimestre en général. De nos jours, les gestionnaires voient sur écran leurs rendements en temps réel, minute par minute. Et comme les valeurs liquidatives des fonds sont publiées quotidiennement dans la plupart des grands journaux, de nombreux gestionnaires peuvent se comparer chaque jour à leurs semblables. Cette instantanéité accroît encore plus la pression énorme qui pèse sur eux pour égaler les indices de référence, quoi qu'il en coûte.

Si certains gestionnaires adoptent une thématique de placement qui fait courir plus de risques mais semble donner de bons résultats, d'autres se sentiront obligés de les imiter pour ne pas s'exposer à obtenir des rendements inférieurs, auquel cas leur rémunération en souffrirait. Cela finit par conduire à une plus grande concentration et à un délaissement de l'approche fondée sur la valeur, au profit d'une stratégie axée sur l'élan des cours boursiers qui introduit plus de risque et de volatilité dans les marchés.

À QUI LE BLÂME ?

La bulle qui vient d'éclater s'est lentement gonflée pendant les trois dernières décennies, à mesure que la société a accepté de courir des risques croissants en recourant à différents mécanismes de levier. Nous ne pouvons que conclure que chacun est responsable. Disons que cette crise a été le résultat d'une vaste expérience collective qui a mal tourné.

CONSÉQUENCES DE LA CRISE FINANCIÈRE

Repli de la consommation - Les consommateurs se sont pratiquement mis en grève lorsque

l'effet de richesse que leur donnaient à la fois leurs actifs immobiliers et leurs portefeuilles de valeurs mobilières s'est envolé en fumée et que le chômage a grimpé en flèche. Cela nuit bien entendu à certains secteurs d'activité de plusieurs façons différentes, mais il convient de signaler que les économies des États-Unis et du Canada sont maintenant en grande partie axées sur les services. Or, sans vouloir se réjouir du malheur des autres, l'une des conséquences de la mondialisation est qu'un grand nombre des biens que nous consommons sont fabriqués dans des pays où les coûts salariaux sont moins élevés, et nous savons que l'activité de fabrication - qui représente 47 % de l'économie de la Chine - est bien plus durement touchée que ne le sont les services quand les ménages freinent leurs achats. Bref, nous avons certes perdu beaucoup d'emplois manufacturiers, mais ce faisant, nous avons exporté une grande partie de nos problèmes cycliques en Chine et dans d'autres pays du Tiers-Monde !

Menace grandissante de protectionnisme - Il va sans dire que quand les nations riches consomment nettement moins, les répercussions s'en font sentir à l'échelle du globe. La grande question de l'heure est de savoir à quel point la récession mondiale sera profonde et combien de temps elle durera. Merrill Lynch a estimé à 1 000 milliards de dollars l'excédent de capacité que les États-Unis devront absorber à eux seuls d'ici la fin de 2009. Les politiciens qui veulent sauver leur avenir dans les régions dévastées par les pertes d'emplois ont commencé à vouloir ériger des barrières commerciales - une solution politiquement bien commode mais économiquement malsaine. À ce jour, 17 des 20 pays du G20 ont adopté des lois protectionnistes.

Retour de la frugalité - La société a subi une autre mutation importante en rendant démodée la consommation de produits de luxe et en remettant à l'honneur la frugalité, ce qui se traduira par une remontée du taux d'épargne et par une diminution de la demande de crédit. À l'exception des fournisseurs d'articles de luxe et des prêteurs, cela n'est pas une mauvaise chose puisque les consommateurs des États-Unis sont beaucoup trop endettés et que 24 % du revenu disponible de ce pays va au remboursement d'emprunts. Il s'agit néanmoins d'un bouleversement énorme, ce recul de la consommation en termes réels étant le premier depuis les années 1930. Et si ce recul est par trop important, il risque d'inciter davantage les pouvoirs publics à hausser les impôts, comme si le



remboursement des plans de sauvetage et de relance massifs ne suffira pas. On peut aussi s'attendre à un changement d'attitude à l'égard de l'immobilier, qui ne sera plus considéré comme une catégorie d'actifs dépourvue de risque et prometteuse de richesse, puisque les gens ont finalement réalisé que leurs propriétés pouvaient aussi perdre de la valeur.

Regain d'intérêt pour la réglementation - Enfin, tout comme les scandales financiers du tournant du XXI^e siècle nous ont valu la loi Sarbanes-Oxley et d'autres mesures destinées à améliorer la gouvernance dans les entreprises, la tourmente actuelle a de fortes chances d'influer profondément sur la réglementation des services financiers. Le système bancaire américain tel que nous le connaissions est en lambeaux, et plusieurs institutions prestigieuses risquent de devoir être nationalisées en tout ou partie pour pouvoir être complètement redressées. Une fois le paroxysme de la crise passé, la population et le gouvernement des États-Unis feront d'intenses pressions en vue d'un cadre réglementaire plus strict, notamment dans le but de limiter les prêts accordés sans égard à la capacité de remboursement des emprunteurs. Les modifications à la loi Glass-Steagall, qui ont permis aux banques de dépôt d'agir comme banques d'investissement, seront probablement revues, à tout le moins. Et il serait logique d'introduire des règles comptables forçant la divulgation des actifs hors bilan, de manière à pouvoir calculer plus facilement et précisément les besoins de capital d'une institution ainsi que son niveau global de risque. Enfin, on peut s'attendre à des recommandations destinées à élargir l'application des réglementations bancaires à GE Capital, aux fonds de couverture et à d'autres sociétés financières, qui consentent maintenant environ 60 % des prêts sans être assujettis aux mêmes contraintes que le secteur bancaire.

DEUX SCÉNARIOS ET LEURS EFFETS POSSIBLES SUR LES MARCHÉS

Scénario 1 - Les actions concertées des banques centrales du monde entier et les centaines de milliards de dollars injectés dans les plans de relance produisent le résultat escompté, et l'économie repart. Ce scénario serait bon pour les bourses, mais non sans risque. La reprise entraînera dans son sillage des tensions inflationnistes, et le défi sera de les contenir avant qu'elles n'exploient. La médication préventive nécessaire devra être administrée

avec délicatesse et juste au bon moment - ni trop tôt pour ne pas faire dépérir la reprise naissante, ni trop tard pour éviter que l'inflation ne s'emballe.

Si ce scénario se concrétise, nous pouvons escompter que les actions rapporteront plus que les valeurs à revenu fixe, mais probablement sans flambée boursière à cause d'une remontée des taux d'intérêt. Et comme celle-ci nuira aux titres à revenu fixe, seules les obligations à haut rendement seront à favoriser dans cette catégorie.

Scénario 2 - Tous les efforts déployés pour relancer l'économie ne donnent pas les résultats espérés. Dans ce cas, les paris sont ouverts. Deux choses sont certaines : la volatilité s'aggravera, et la bourse chutera. Le spectre de la déflation, voire de la dépression, viendra nous hanter. Les seuls placements à garder alors seront les obligations publiques et des valeurs matérielles comme l'or et l'argent.

Ce scénario 2 n'est pas rose, mais il n'est pas non plus complètement noir. Après une longue et dure période de turbulences, l'économie sortirait du tunnel sur des bases plus équilibrées et plus durables, car tous les excès passés auraient été purgés du système.

CONCLUSION

Les gestionnaires de portefeuille sont optimistes par nature, car on ne fait ce métier que si on croit que le marché finit par monter à long terme. Mais sur des périodes plus courtes, ils doivent être préparés au pire tout en gardant espoir. Nous venons de décrire deux scénarios diamétralement opposés; or, à ce stade, nous ne sommes pas en mesure de dire lequel est plus probable que l'autre.

Dans des situations comme celle-ci, il n'y a qu'une seule solution valable. Analysez sans état d'âme votre portefeuille et vos autres ressources financières afin de distinguer l'indispensable (ce que vous ne pouvez pas vous permettre de perdre) du superflu (ce dont vous pouvez vous passer). La suite est simple : assurez-vous que les sommes qui vous sont indispensables sont placées de façon sûre, à l'abri des pertes au cas où le scénario 2 se concrétiserait; placez ensuite votre argent superflu de manière à pouvoir profiter d'une reprise des marchés si l'avenir proche nous réserve plutôt le scénario 1.



Et une fois que vous avez décidé de la répartition stratégique de votre portefeuille entre les catégories d'actifs, n'en changez plus ! Il y a bien plus à perdre qu'à gagner à vouloir trouver le « meilleur moment pour investir ». Cela dit, nous recommandons de rééquilibrer souvent le dosage des actifs en fonction de votre répartition cible, car la volatilité prévue des marchés fera que les différentes catégories d'actifs procureront des rendements asymétriques, ce qui modifiera vite leurs proportions respectives par rapport à celles de votre portefeuille de référence, avec peut-être des conséquences fâcheuses.

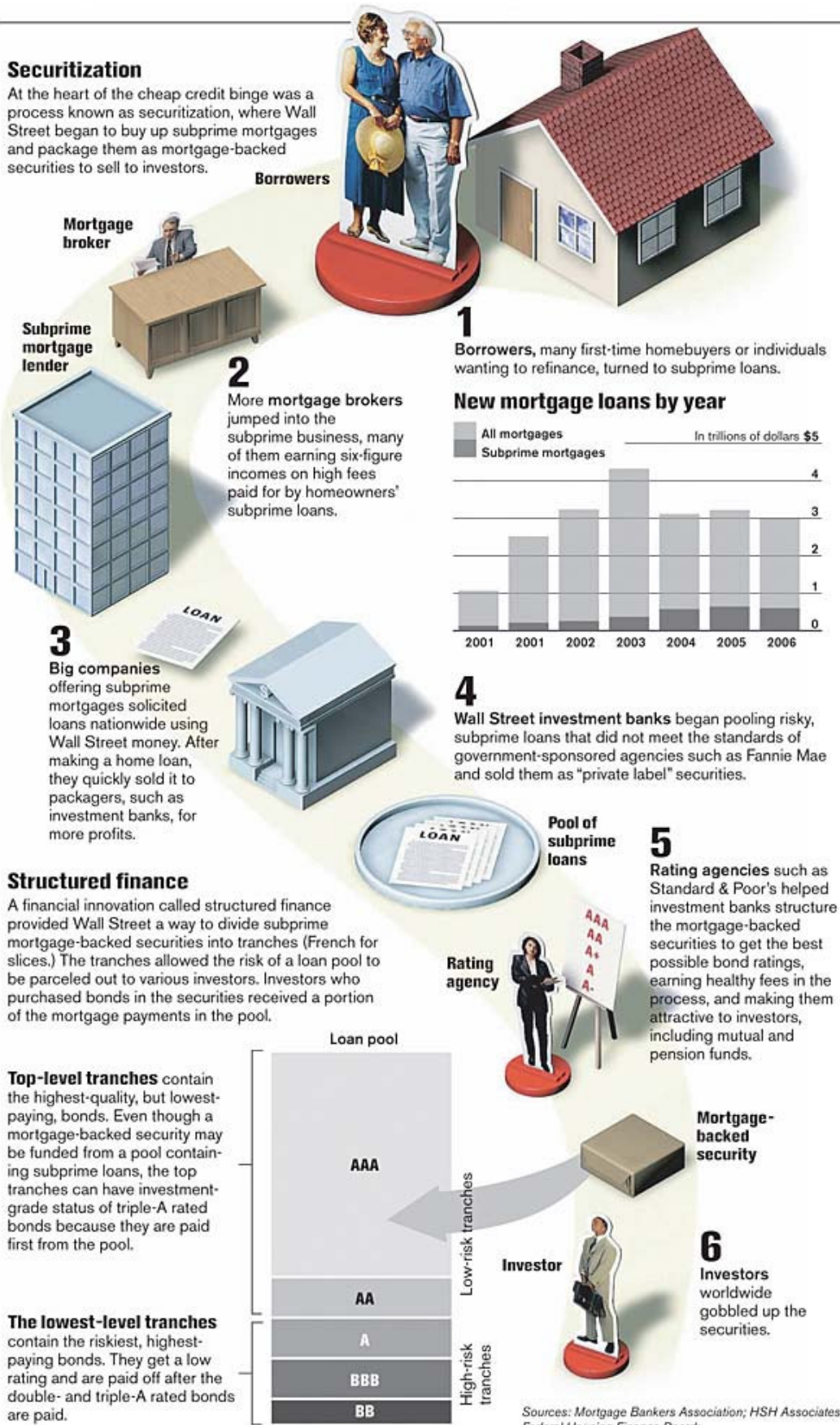
Enfin, les bouleversements qui frappent les économies du globe depuis 18 mois sont d'une telle ampleur qu'il y aura inmanquablement des gagnants et des perdants, sur le plan des secteurs comme sur celui des sociétés. Les investisseurs qui achètent des actions en les analysant au cas par cas auront l'avantage sur ceux qui ne considèrent les valeurs boursières que comme une catégorie d'actifs. Sur un marché favorable aux « chasseurs de titres », nous pensons que la gestion active rapportera bien plus qu'elle ne coûte par comparaison avec la gestion passive. Nous conseillons aussi vivement de se concentrer sur la qualité et la négociabilité : la crise du crédit nous a appris qu'un placement qu'on ne peut pas vendre facilement a une valeur très illusoire.

Cette publication est destinée à votre usage personnel seulement. Les informations et les opinions qui y sont exprimées le sont uniquement à titre informatif et sont sujettes à changement selon les conditions du marché ou de toute autre conjoncture. Les points de vue exprimés à la présente vous sont offerts à titre informatif seulement et aucune prise de décision pour vos 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, ni de quelque manière que ce soit, sans avoir obtenu la permission écrite préalable de Gestion de portefeuille Natcan.

ANNEXE 1 - ILLUSTRATION DU PROCESSUS DE TITRISATION

Securitization

At the heart of the cheap credit binge was a process known as securitization, where Wall Street began to buy up subprime mortgages and package them as mortgage-backed securities to sell to investors.



Borrowers

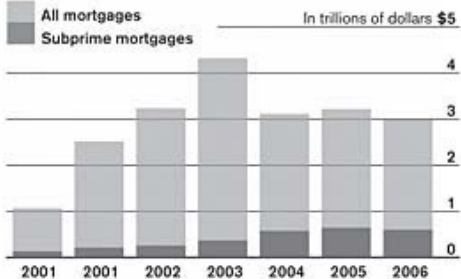
Mortgage broker

Subprime mortgage lender

2 More mortgage brokers jumped into the subprime business, many of them earning six-figure incomes on high fees paid for by homeowners' subprime loans.

1 Borrowers, many first-time homebuyers or individuals wanting to refinance, turned to subprime loans.

New mortgage loans by year



3 Big companies offering subprime mortgages solicited loans nationwide using Wall Street money. After making a home loan, they quickly sold it to packagers, such as investment banks, for more profits.

4 Wall Street investment banks began pooling risky, subprime loans that did not meet the standards of government-sponsored agencies such as Fannie Mae and sold them as "private label" securities.

Structured finance

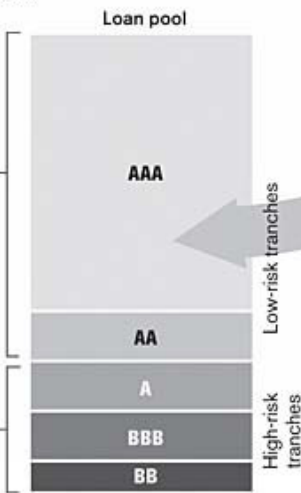
A financial innovation called structured finance provided Wall Street a way to divide subprime mortgage-backed securities into tranches (French for slices.) The tranches allowed the risk of a loan pool to be parceled out to various investors. Investors who purchased bonds in the securities received a portion of the mortgage payments in the pool.

Pool of subprime loans

5 Rating agencies such as Standard & Poor's helped investment banks structure the mortgage-backed securities to get the best possible bond ratings, earning healthy fees in the process, and making them attractive to investors, including mutual and pension funds.

Top-level tranches contain the highest-quality, but lowest-paying, bonds. Even though a mortgage-backed security may be funded from a pool containing subprime loans, the top tranches can have investment-grade status of triple-A rated bonds because they are paid first from the pool.

The lowest-level tranches contain the riskiest, highest-paying bonds. They get a low rating and are paid off after the double- and triple-A rated bonds are paid.



Rating agency

Mortgage-backed security

Investor

6 Investors worldwide gobbled up the securities.

Sources: Mortgage Bankers Association; HSH Associates; Federal Housing Finance Board; LoanPerformance, a First American Co.