



**Boris Kogut**  
**Vice-président,**  
**Marchés des capitaux, et trésorier**  
**Société mon Prochain prêt hypothécaire**

Tous les dix ou cent ans, nous sommes témoins de bulles financières qui secouent le système financier pendant une courte période, entre autres la panique de 1907, le krach boursier de 1987, la crise de gestion

du capital à long terme / crise d'endettement russe de 1998 et, plus récemment, la crise sur nos marchés du crédit. Chacune a été déclenchée par des facteurs distincts et a eu un effet différent sur le marché global. Nous faisons actuellement face à une crise de confiance parce que ces dernières années, le prix du marché du risque de crédit était minimal, ce qui a entraîné la conclusion de transactions qui auraient dû être refusées. Maintenant, la situation est renversée, et les investisseurs ont une profonde aversion pour le risque.

Le problème qui se limitait au marché américain de l'habitation s'est accentué plus tôt cette année et a dégénéré en crise mondiale des marchés du crédit. Rétrospectivement, nous pouvons affirmer ce qui suit :

- Au cours des dernières années, les prêteurs hypothécaires américains n'auraient pas dû relâcher leurs critères de souscription des prêts à risque. Ils sont allés trop loin en accordant des prêts hypothécaires à taux révisable 2/28 à des emprunteurs qui étaient admissibles au faible taux promotionnel de deux ans, mais non au taux révisé de 28 ans beaucoup plus élevé. Certains emprunteurs qui n'ont pas pu refinancer après la période initiale de deux ans ont connu une forte hausse des paiements, ce qui fait qu'un grand nombre de prêts à risque ont donné lieu à des saisies.
- Les agences d'évaluation du crédit n'auraient pas dû attribuer une cote élevée à ces blocs de créances hypothécaires titrisées.
- Les investisseurs n'ont pas été rémunérés adéquatement pour le risque sous-jacent et n'auraient pas dû utiliser le levier financier pour financer certains de ces blocs de créances hypothécaires.
- Finalement, les progrès de la technologie de la titrisation ont fait que le risque de crédit inhérent aux prêts hypothécaires américains s'est propagé aux investisseurs à l'échelle internationale.

Le mois d'août 2007 a été le plus difficile pour les participants aux marchés du crédit canadiens. Pour la première fois de l'histoire, les guichets des émetteurs d'effets de commerce (canalisateurs d'effets de commerce adossés à des créances mobilières) ont été assiégés, les investisseurs refusant de refinancer (ou de renouveler) leurs investissements en exigeant plutôt leur rachat. À mesure que les nouvelles sur la situation américaine se sont répandues, ces investisseurs ont commencé à s'inquiéter de la qualité du crédit des actifs garantissant leurs effets de commerce qui, dans la plupart des

cas, étaient cotés AAA (la cote la plus élevée) par le Dominion Bond Rating Service (DBRS). Les banques canadiennes ont tenu le coup grâce à leur bilan solide, à leurs sources de financement diversifiées et à l'accès à des liquidités fournies par la Banque du Canada.

Les émetteurs d'effets de commerce non bancaires, comme Coventree Inc., sans liquidités à leur disposition, ont fait appel aux marges de crédit qu'ils avaient établies à la banque. Les banques ont conclu qu'elles n'étaient pas tenues d'offrir ce soutien, ce qui a provoqué l'effondrement du marché des effets de commerce adossés à des créances mobilières. Des effets de commerce non bancaires totalisant plus de 30 milliards de dollars ont été touchés, et il n'est pas certain que les investisseurs détenant ces effets seront remboursés intégralement à l'échéance.

Quelles sont les conséquences ? Le marché des effets de commerce, une des principales sources de titrisation des fonds pour plus de 30 milliards de dollars de prêts hypothécaires canadiens non assurés, est complètement paralysé. Seuls les canalisateurs ayant pour promoteurs des banques canadiennes refinancent certains de leurs effets de commerce à un coût de 0,50 % supérieur à ce qu'il était seulement quelques semaines auparavant. De plus, tous ceux qui investissent dans des titres non garantis par le gouvernement sur le marché exigent un rendement beaucoup plus élevé pour assumer le risque.

Nous prévoyons que le marché des effets de commerce bancaires retournera bientôt à la normale grâce aux marges de crédit améliorées établies par les banques pour rendre les effets plus sûrs. Cependant, l'une des sources de financement clés sur lesquelles la plupart des prêteurs hypothécaires non conformes comptaient n'est actuellement pas offerte. Vu la grande nervosité qui caractérise le marché, nous nous attendons à ce que les investisseurs qui financent nos prêts hypothécaires exigent un rendement considérablement supérieur pour assumer le risque.

N'oubliez pas que le niveau de risque n'a pas changé ; c'est le prix du risque qui n'est plus le même. Les portefeuilles hypothécaires canadiens affichent toujours un rendement de crédit solide et accusent des arriérés et des pertes relativement faibles, ce qui n'est pas le cas des portefeuilles américains. Vous trouverez des renseignements supplémentaires sur ces différences dans notre rapport publié le 9 avril dernier, où l'on compare les marchés des prêts hypothécaires à risque et de rechange du Canada et des États-Unis. Face au prix accru du risque, certains prêteurs non conformes décideront d'arrêter de prêter, alors que d'autres continueront d'accorder des prêts à des taux d'intérêt accrus durant cette période incertaine. La position de la Société monProchain prêt hypothécaire sur la situation est que nous continuerons à travailler avec nos fournisseurs de liquidités à court terme pour assurer notre capacité continue de financer de nouveaux prêts hypothécaires, tout en nous efforçant d'optimiser nos décisions de financement de prêts hypothécaires à long terme.