

La crise du crédit : comprendre les causes pour anticiper les conséquences

Le marché du crédit connaît une véritable crise. En quelques semaines la prime de risque sur la dette des emprunteurs non gouvernementaux a doublé, voire même triplé sur certaines signatures. Des opérations de financement en cours sont stoppées, des émissions obligataires reportées, des encours de crédit sont gelés. Chaque jour des fonds alternatifs et des fonds traditionnels enregistrent des pertes significatives et certains sont liquidés.

Quelles sont les causes et les conséquences de cette situation ?

L'origine

La source des problèmes est bien connue: le laxisme des établissements de crédit hypothécaire américains en matière de prêts « sub-prime ». En effet, ce marché concerne des particuliers qui n'auraient probablement jamais eu d'accord de crédit immobilier en Europe compte-tenu de leur faible solvabilité. Ce marché a cependant atteint 1 000 milliards de dollars en 2006, soit 15% du total des prêts hypothécaires aux USA. Rappelons que bon nombre des ces prêts sont à taux variable et sont « rechargeables », c'est-à-dire que, pour payer ses mensualités, il est possible d'emprunter à nouveau sur la base de la hausse du prix de son bien immobilier. En raison de la hausse des taux courts et du retournement du marché immobilier américain, on estime aujourd'hui le montant des défauts potentiels à plus de 10% des encours de prêts « sub-prime ». Les pertes réalisées ou à venir sur les actifs collatéraux à ces prêts peuvent donc être grossièrement estimées à 100 mds USD, soit 1,5% du total des prêts hypothécaires aux USA.

La contagion

La plupart de ces emprunts a servi de collatéral à des CDO (Collateralized Debt Obligations), c'est-à-dire qu'ils ont été titrisés puis découpés en tranches de différentes qualité de crédit. Les tranches les plus risquées des CDO basés sur des titrisations de « sub-primés » (tranches junior et mezzanines) subissent les premiers défauts et voient logiquement leur valeur se dégrader fortement.

Les investisseurs soumis au « mark-to-market » ou à des règles de « stop-loss » strictes, comme par exemple des fonds d'investissement sont contraints de vendre. Rapidement la baisse de la valeur liquidative des fonds concernés entraîne des demandes de rachat de la part de leurs souscripteurs, alors que dans le même temps les banques durcissent leurs conditions de financement et ne permettent pas ainsi aux fonds d'avoir recours à l'emprunt pour honorer les demandes de rachat. Ces fonds sont alors contraints de vendre des actifs de meilleure qualité et souvent exempt de risque de défaut. C'est ainsi que la crise se propage, d'abord aux tranches senior des CDO d'ABS, puis par contagion à tous les actifs détenus par ces fonds contraints de dégager des liquidités à tout prix. Les autres titrisations sont rapidement concernées, et les obligations d'entreprises ou les « leveraged loans » constitutifs des CDO ou CLO se dégradent. Ainsi, le marché des structurés de crédit est actuellement fermé.

L'ampleur du mouvement de baisse est impressionnant: les prix de certaines structures AAA, qui fluctuaient depuis toujours dans un « range » de l'ordre de 0,5%, se sont dégradés de 5% ces dernières semaines. Les cours des obligations d'entreprises en pleine santé baissent de 10% ou même davantage, sans beaucoup de discrimination. L'indice des « leveraged loans » qui a toujours traité au dessus du pair tombe à 92%.

Une seconde vague ?

Parmi les raisons qui ont amené certains gérants alternatifs à se positionner vendeurs sur ces produits, les faiblesses des méthodes des agences de rating pour appréhender les probabilités de défaut sont souvent citées comme étant un élément déterminant pour la suite des événements.

En effet, les agences de notation (S&P, Moody's et Fitch) attribuent un rating aux tranches de CDO en fonction de modèles quantitatifs d'estimation des probabilités de défaut et des taux de recouvrement, essentiellement basés sur des données historiques (prix immobiliers, performance des actifs, capacité des emprunteurs à rembourser...).

C'est ce rating qui conditionne l'achat de ces produits par certains investisseurs long terme qui ne valorisent leurs actifs qu'une ou deux fois l'an. Et seule une dégradation de la note les amène à vendre.

La hausse actuellement très rapide des retards de paiement et des défauts des emprunteurs « sub-prime » invalide les prévisions des modèles des agences et les amènent à revoir leur notation. Moody's a ainsi dégradé récemment une série de CDO d'ABS et S&P a placé 612 CDO d'une valeur de 12 milliards de dollars sous revue.

Certains estiment que si ces méthodes d'anticipation de défauts sont inadaptées aux titrisations de crédits « sub-prime », elles pourraient également l'être pour des titrisations d'obligations d'entreprises (CDO) ou de prêts bancaires (CLO). En cas de dégradation de la notation de ces titrisations, les ventes seraient massives, sans qu'il soit possible de chiffrer précisément les pertes subies ou potentielles des investisseurs exposés aux CDO.

Cette perspective inquiétante explique en grande partie l'étendue des dégâts sur le marché du crédit et l'onde de choc sur les actions. Les décisions des agences de notation et le comportement des investisseurs qu'elles induiront seront déterminants pour le marché du crédit au cours des prochains trimestres.

La sortie de crise

Etant donné les niveaux de prix atteints aujourd'hui par certains produits, même notés AAA, et le scepticisme autour de ces structures, il faudra certainement attendre que les intervenants retrouvent confiance dans le processus de notation avant que la demande ne revienne. Le retour en grâce des produits de titrisation pourrait donc prendre plusieurs trimestres.

Si la crise devait prendre de l'ampleur, il faut se demander qui serait l'acheteur en dernier recours de ces produits de titrisation. En effet, en 1998 un pool de banques, sous l'impulsion de la Fed, avaient repris les actifs du fonds LTCM, essentiellement des emprunts d'état, afin de les liquider « en douceur ». Difficile d'imaginer un tel scénario aujourd'hui, après les nombreux avertissements lancés ces derniers trimestres par les banquiers centraux sur les dangers des financements avec effet de levier et sur la mauvaise appréhension des risques liés à des produits structurés très sophistiqués ! Ainsi, le seul refuge actuel pour ces produits est le bilan des banques, nombre d'entre elles détenant parfois déjà ces produits en contrepartie de financements accordés à certains hedge funds (voir notre note de juin 2007: [Bear Stearns: le LTCM des ABS](#)).

Par conséquent les banques augmentent involontairement leur levier. Cette utilisation forcée de capital les amène à bloquer des financements en cours, alors même que le « pipeline », c'est-à-dire les financements auxquels elles s'étaient déjà engagées, atteint un niveau record de 250 milliards de dollars. On parle d'un montant de 30 milliards de dollars de prise ferme de financements (« underwriting »), correspondant notamment aux LBO de Boots et Chrysler, et pour lesquels les banques ne trouvent plus preneurs, sauf à perdre plus que leurs commissions (de 2 à 5%). L'essentiel des prêts liés aux LBO étaient en effet cédés aux gérants de CLO... Même si les plus grandes banques enregistrent des résultats annuels supérieurs à 10 milliards de dollars, les montants en cours sont très significatifs et expliquent le blocage temporaire. Il faudra probablement plusieurs mois avant que les grosses opérations de financement ne reprennent.

Les responsables

Les agences de notation et les banques ont probablement une part de responsabilité qui peut s'expliquer par les énormes enjeux financiers: en 2006, l'activité autour des produits structurés a représenté 25% des profits des banques d'investissement et 40% des résultats des grandes agences de rating !

Par ailleurs, de nombreux investisseurs ou sociétés de gestion réévaluent le risque de crédit de leurs portefeuilles et alimentent les flux vendeurs. C'est en particulier le cas de fonds traditionnels « monétaire dynamique » qui étaient investis en produits « sub-prime »...

Certains hedge funds, en l'occurrence bien mal nommés puisqu'ils n'étaient pas « couverts » (hedged), ont également largement contribué à l'effondrement des prix. Leur stratégie d'investissement était plus proche de celle des gérants traditionnels ou d'investisseurs à la recherche de rendement (carry trade).

D'autres hedge funds avaient couvert leurs positions sur les indices de crédit (ABX, iTraxx, CDX) ou même anticipé ce retournement du marché, et ces derniers dégagent des performances exceptionnelles. Enfin, dans un marché à sens unique et en liquidation forcée, ces même hedge funds lancent doré et déjà des « distressed debt funds » afin d'acheter à très bas prix des actifs actuellement bradés, ce qui pourrait s'avérer être un facteur de soutien non négligeable au marché.

Les conséquences

L'utilisation massive du levier avait permis le transfert de valeur des investisseurs en produits de dette vers les investisseurs en actions (LBO), et avait fourni un support à la récente performance des indices. Ce soutien est clairement plus faible aujourd'hui. Le secteur financier dans son ensemble reste impacté et fragilisé par les événements récents. Les conditions de crédit se sont durcies, et la plupart des banques centrales poursuivent leur resserrement monétaire. Le marché immobilier américain restera affaibli par les ventes des biens saisis à la suite de défauts de paiement. Les particuliers pourraient perdre un peu de leur appétit à consommer...

Cependant, la croissance mondiale, récemment révisée à la hausse et estimée à plus de 5%, est très forte. L'inflation reste globalement basse et devrait le rester sous les pressions désinflationnistes des pays émergents et la poursuite des restructurations. Les entreprises sont globalement peu endettées, génèrent des profits confortables et sont à la recherche de nouvelles opportunités via le rachat d'autres entreprises. Les taux de défaut des entreprises restent très bas et rien ne semble menacer leur solidité financière à court terme.

Ainsi, les marchés baissent en raison de facteurs techniques et non fondamentaux. Pour le moment, nous estimons que ce type de crise va affecter temporairement l'appétit au risque des intervenants, mais ne remettra pas en cause durablement la tendance long terme qui reste haussière sur les actions.

Toutefois, un scénario noir peut être évoqué dans un contexte de dégradation brutale des notations des instruments liés au crédit, dont les conséquences sont difficiles à chiffrer. Le comportement à venir des investisseurs sur les produits de crédit reste donc un paramètre crucial. Il en est de même des réactions à venir de la Federal Reserve.

Rédaction achevée le 6 août 2007

Votre contact commercial habituel HDF se tient à votre disposition pour tout renseignement complémentaire.

Les fonds de fonds HDF

Seuls 4% des actifs gérés par notre société sont investis dans des fonds qui sont partiellement ou totalement actifs sur les ABS et MBS.

Par ailleurs, HDF a toujours soigneusement écarté les fonds investis en produits illiquides et d'approche « long only », du type de ceux actuellement en liquidation (voir notre note de février 2007 sur [la gestion des risques extrêmes](#)).

Ainsi, nos gérants « relative value » avaient largement couvert leur risque directionnel et nos gérants « macro » avaient un positionnement net vendeur sur le « sub-prime ».

La performance moyenne de ces fonds est positive en juin et en juillet, et très positive depuis le début de l'année.

Dans cette période de marché très volatile, nous restons très proches de nos gérants et très attentifs à toute nouvelle information qui pourrait nous faire dévier de notre scénario.

Rappel des performances des fonds de fonds HDF concernés par la crise du crédit:

	Jun 2007	Juillet 2007	2007 YTD
Multi-Stratégie			
HDF Multi Alternatives	+0.36%	+0.36%	+5.79%
HDF Global Alternatives	+0.12%	+0.69%	+6.55%
Multi-Stratégie faible vol.			
HDF Arbitrage	+0,14%	+0.23%	+4.69%
HDF Global Arbitrage	+0.31%	+0.75%	+6.28%
Fixed-Income			
HDF Global Bond	+0.21%	+0.05%	+2.59%
HDF Optimix	+0.19%	+0.44%	+4.46%