



Eric Bushell

# Rapport Signature



## L'innovation en matière de crédit alimente les marchés, mais pour combien de temps encore?

La plupart des experts estiment que les forces économiques importantes mobilisées par la mondialisation exercent des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt et que la faiblesse actuelle des taux a suscité une hausse de l'ensemble des flux de revenus, qu'il s'agisse de titres immobiliers, de routes à péage ou d'obligations et d'actions de sociétés.

Nous sommes d'accord avec cette théorie, mais nous la croyons incomplète puisqu'elle ne tient pas compte du fait que l'innovation en matière de crédit, notamment au chapitre des valeurs mobilières structurées adossées à des actifs, contribue à réduire les écarts de crédit et à améliorer la disponibilité des capitaux. Bien qu'il soit probable que ces nouveautés s'avèrent une composante essentielle de toute stratégie de placement couronnée de succès en 2007, il semble que la plupart des investisseurs en actions les connaissent peu ou même ne les connaissent pas du tout.

La faiblesse des taux d'intérêt et l'amointrissement des écarts de crédit nuisent depuis un certain temps aux rendements obtenus par les épargnants partout dans le monde. Ceux-ci estiment, avec raison, qu'ils ne sont pas adéquatement rémunérés pour les risques qu'ils courent en rapport avec l'inflation ou avec le crédit accordé aux entreprises. Cette dynamique a d'ailleurs été décrite par Ben Bernanke, le président de la Réserve fédérale américaine, en termes de surabondance d'épargne à l'échelle mondiale. En effet, les capitaux provenant du recyclage massif des surplus commerciaux de l'OPEP, de l'épargne asiatique élevée et de l'accumulation des réserves de devises de la Chine se sont retrouvés sur le marché mondial des créances et ont entraîné une chute des taux d'intérêt. Les études réalisées par la Réserve fédérale américaine indiquent que cet engorgement des marchés de capitaux aurait contribué à maintenir les taux d'intérêt un point de pourcentage

complet sous le niveau qu'ils auraient autrement atteint à la présente étape du cycle économique.

Cette tendance mondiale à rechercher le rendement à tout prix a eu pour effet de réduire les revenus de placement. En raison de l'inversion des courbes de rendement et de la conjoncture économique stable de la plupart des pays, les stratégies habituellement utilisées par les gestionnaires de portefeuille à revenus pour dégager des rendements additionnels, notamment en achetant des titres à échéance plus éloignée ou des titres moins bien cotés, ne donnent plus les résultats escomptés.

La relève a donc été assurée par les valeurs mobilières structurées adossées à des actifs afin de fournir aux gestionnaires d'obligations les rendements qu'ils recherchent. De fait, les marchés obligataires et boursiers sont en voie de transformation à la suite de cette nouvelle tendance à la titrisation par l'intermédiaire de la création de dérivés de crédit.

Non plus limités aux titres adossés à des créances immobilières, les marchés de valeurs mobilières adossées à des actifs ont connu un essor important à la suite de la titrisation des soldes de cartes de crédit et des prêts automobile. Les banques qui ont développé ces nouveaux marchés y ont trouvé leur compte grâce au rendement amélioré des capitaux ainsi qu'aux frais suscités par la conversion et le transfert des actifs de leurs bilans aux autres investisseurs.

Forts de cette réussite, les banquiers en placement sont constamment à la recherche de nouvelles valeurs mobilières à convertir et à vendre aux investisseurs en obligations. La dernière tendance, qui consiste à garantir des titres par des créances (CDO) ou par des prêts (CLO), fonctionne exactement comme les autres formes de titrisation. Des prêts ou des obligations sont regroupés, et le fonds commun ainsi formé est subdivisé en tranches selon le niveau de risque. Chaque tranche possède sa propre cote de crédit qui est fonction de son nantissement. Les cotes ainsi attribuées vont de la cote AAA (tranche à faible risque) à la cote B ou moins élevée encore (tranche la plus risquée). Ces tranches sont alors vendues aux investisseurs. Pourquoi procéder ainsi? Pour bénéficier des avantages de la diversification du risque. En effet, ce genre d'opération permet à une partie importante d'un fond commun regroupant des prêts ou des obligations à risque élevé (cote BBB ou moindre) de quelque 100 émetteurs de différents secteurs et de différentes régions géographiques d'acquiescer les caractéristiques en matière de risque d'un titre coté A.

Les CDO créés en 2006 représentaient 359 milliards de dollars U.S., soit une augmentation de 56 % par rapport à l'année précédente. C'est donc dire que les banquiers en placement achètent massivement et constamment des obligations de société afin de créer des CDO, suscitant ainsi un amenuisement de plus en plus important des écarts de crédit.

En quelques coups de baguette magique, les experts en financement structuré des banques d'investissement mondiales transforment donc le plomb en or. Comme par enchantement, des créances individuelles de piètre qualité sont converties en titres de haute qualité justifiant des prix élevés. Le résultat : une distorsion importante des marchés de crédit.

Ce sont principalement les prêteurs importants, tels que Citigroup et JP Morgan, qui s'adonnent à ces opérations de transformation des créances, et c'est tout à fait logique.

## Marchés de capitaux d'emprunt

10 principales banques d'investissement, selon les revenus – 2006

Rang	Banque	Revenus en millions de \$ US
1	Citigroup	1 554
2	JP Morgan	1 407
3	Deutsche Bank	1 398
4	Merrill Lynch	1 345
5	Crédit Suisse	1 232
6	Morgan Stanley	1 169
7	Lehman Brothers	1 075
8	UBS	1 055
9	Goldman Sachs	1 039
10	Barclays Capital	933

Source : Dealogic

*Tableau 1 : Selon le Financial Times, les honoraires de services bancaires d'investissement s'élevaient à environ 22 milliards de dollars U.S. en 2006.*

Après tout, ce sont eux qui consentent tous ces prêts qui conviennent particulièrement bien à ce genre de restructuration. Les frais liés à ces opérations représentent un revenu supplémentaire non négligeable, certes préférable à la simple détention des prêts jusqu'à leur échéance. En 2006, les honoraires de services bancaires liés aux marchés de capitaux d'emprunt ont atteint des niveaux record, représentant approximativement 60 % de tous les honoraires de services bancaires d'investissement à l'échelle mondiale (Tableau 1).

Les agences de cotation de titres – Moody's, Standard & Poor's and Fitch – ont emboîté le pas puisque leurs flux de revenus sont directement proportionnels au nombre de titres cotés. En effet, les CLO et les CDO représentent une manne financière pour les agences qui doivent coter chacun des titres composant les fonds communs et chaque tranche des fonds. Les agences de cotation ayant développé des modèles qui préconisent l'amélioration du crédit par l'intermédiaire de la diversification, elles, s'estiment justi-



fiées d'appuyer cette innovation et sans les cotes de qualité élevée qu'elles attribuent aux tranches de fonds, les acheteurs ne seraient pas au rendez-vous. Ces opérations sont en outre extrêmement rentables pour les agences. En 2006, Moody's a déclaré un bénéfice record provenant principalement des dérivés de crédit.

### Qui sont donc les acheteurs?

Principalement les institutions, soit les assureurs, les caisses de retraite, les gestionnaires de fonds, les banques, les fonds distincts et les autres entités qui cherchent à maximiser leurs revenus et bataillent pour déployer des capitaux. Les CLO et les CDO offrent des rendements élevés sur des produits à cote élevée, permettant ainsi aux gestionnaires de placements de surclasser leur indice tout respectant leurs contraintes en matière de cotation de titres. Ne sont-ils donc pas parfaits?

Les gestionnaires de fonds distincts sont également d'importants intervenants dans le marché des dérivés de crédit. Pour financer leurs achats, ils effectuent des emprunts (auprès des mêmes banques d'investissement qui sont à l'origine de la titrisation des créances) à des taux moins élevés afin de bénéficier de l'écart. Leurs rendements reposent donc sur une utilisation très importante du crédit. La Federal Reserve Bank of New York examine actuellement les contrôles mis en place par les banques commerciales pour encadrer ce type de crédit. Toute volte-face de la part des agences de cotation de titres ou des prêteurs des fonds distincts déclencherait un dégagement massif. Comment les marchés de crédit réagiraient-ils alors?

Cette éventualité préoccupe très certainement Tim Geithner, le président de la Federal Reserve Bank of New York, l'organisme chargé de la supervision des marchés financiers américains. M. Geithner croit que la faible volatilité actuelle des marchés est probablement temporaire et que les intervenants du marché du financement structuré sous-estiment les risques liés à leurs opérations, surtout compte tenu de l'effet de levier incorporé à ces produits. Face au

nombre croissant de prêts et d'actifs financiers qui se retrouvent entre les mains d'entités non réglementées, les banques centrales s'accordent de plus en plus pour dire que le financement structuré fausse le cycle du crédit et nuit à leur capacité à s'acquitter de leur mission de surveillance des niveaux de risque au sein des systèmes bancaires.

### Et qui sont les vendeurs?

Les adeptes des souscriptions privées et des rachats par endettement sont enchantés puisque la faiblesse des taux d'intérêt favorise les emprunteurs. En 2006, la firme new-yorkaise Kohlberg Kravis and Roberts (KKR), l'une des plus importantes sociétés de souscriptions privées au monde, a emprunté 26 milliards de dollars U.S. pour effectuer des rachats par endettement. Le rachat du groupe américain d'hôpitaux HCA, effectué l'an dernier par un groupe d'investisseurs privés comprenant notamment KKR, a coûté 33 milliards de dollars U.S. Compte tenu de l'ampleur de certains de ces rachats, il est permis de penser que les rachats par endettement pourraient atteindre les 100 milliards de dollars U.S. au cours des prochaines années.

En fait, ce serait le moment où jamais puisque les emprunteurs ont actuellement une facilité d'accès au crédit sans précédent. Les puissantes sociétés de souscriptions privées telles KKR bénéficiant de coûts d'emprunt au rabais, elles font une place toujours plus grande à l'endettement dans leur structure de capitaux. Les banques renoncent aux restrictions et aux autres garanties qu'elles exigent normalement, et on assiste par conséquent à l'avènement des prêts à levier financier non assortis de restrictions. Les prêteurs s'engagent donc en terrain inconnu à ce chapitre.

Afin de demeurer concurrentielles, les banques consentent des prêts (cotés BB ou moins) à des entités déjà lourdement endettées et s'en défont immédiatement soit par l'intermédiaire de la syndication, soit indirectement en les intégrant à de nouveaux CLO. L'outil de surveillance des CDO de JP Morgan montre qu'en 2006, des prêts bancaires à risque élevé d'une valeur globale de plus de 250 milliards de dollars

U.S, soit environ la moitié des prêts bancaires consentis aux sociétés de souscriptions privées l'an dernier (572 milliards de dollars U.S), ont été transformés en produits structurés.

Existe-t-il vraiment un marché pour tous ces prêts de mauvaise qualité? Les banques, estimant qu'elles n'ont pas le choix, ont trouvé une façon innovatrice de maquiller l'ampleur du phénomène en titrisant ces prêts et en les vendant à de nouveaux intervenants tels les assureurs. La portée du marché du crédit, que ce soit en termes d'émetteurs ou d'actif, a été énormément élargie grâce à ce tour de passe-passe.

Les investisseurs se rendent-ils compte que le phénomène des rachats par endettement reposent sur une structure de financement risquée passant, du moins en partie, par le marché des CLO? Rien n'est moins certain.

#### **Cette tendance à la titrisation peut-elle se maintenir?**

La question est d'importance puisque les marchés boursiers sont, dans une certaine mesure, influencés par les attentes en matière de fusions et acquisitions à venir. Or si les capitaux d'emprunt sont retirés de l'équation, les souscriptions privées le seront également. Les prêteurs recommenceront à exiger des structures de financement moins risquées, c'est-à-dire moins d'endettement et davantage d'investissement de capitaux propres.

Selon le Financial Times, Christopher Garman, spécialiste des obligations à rendement élevé chez Merrill Lynch, a récemment affirmé, au sujet de la perspective de l'endettement des sociétés américaines, que loin de tirer sur sa fin, le phénomène s'accroîtra probablement au cours des deux prochaines années.

Compte tenu de la conjoncture actuelle en ce qui a trait à l'économie et au secteur de l'emprunt, nous sommes plutôt d'accord avec lui. Les sociétés s'ajouteront aux firmes effectuant des rachats par endettement pour bénéficier de la faiblesse des coûts du crédit. En 2004, nous avons prédit que les rachats par endettement et les fusions deviendraient

monnaie courante en raison de l'extrême faiblesse des coûts d'emprunt. Nous avons également écrit : « Il est actuellement logique pour de nombreuses sociétés d'augmenter leur taux d'endettement. Ceci leur permet de réduire l'effet de freinage qu'exerce un excédent de capitaux sur le rendement de leurs capitaux propres. Dans la mesure où le coût lié à l'endettement a rarement été aussi faible par rapport au coût des capitaux propres, cette tendance des sociétés à augmenter leur ratio d'endettement est logique sur le plan économique. »

Nous croyons que cette tendance sera à son apogée en 2008 alors que les entreprises se prévaudront de l'aberration actuelle touchant les écarts de crédit et les taux d'intérêt pour obtenir du financement à des conditions extrêmement avantageuses.

Selon nous, l'ingénierie financière est sur le point d'être hors de contrôle. Plusieurs participants au marché sont impliqués avec des actions qui sont limitées dans leurs paramètres. Ils sous-estiment le manque de liquidité que ces structures auront à affronter lorsque la baisse inévitable apportera les problèmes de crédit.

La manière dont cette situation se déroulera est, évidemment, incertaine. Le « nettoyage » ultime pourrait être un ralentissement plutôt qu'un choc pour le système financier. Avec nos fonds, nous évitons les banques d'investissement et les banques commerciales, qui sont les plus actives dans ce secteur. Nous détenons un grand nombre de titres dans plusieurs sociétés sous-entendues et stables, ayant de solides flux de trésorerie – et qui deviennent les cibles d'activistes et de groupes d'acquisition par emprunt. Nous augmentons également la qualité de notre portefeuille de crédit.



*Eric Bushell, directeur des placements  
Signature Advisors*