

Impact de la crise du « subprime » aux États-Unis sur les marchés des actions

Réévaluation du risque ou retournement du cycle à l'horizon ?



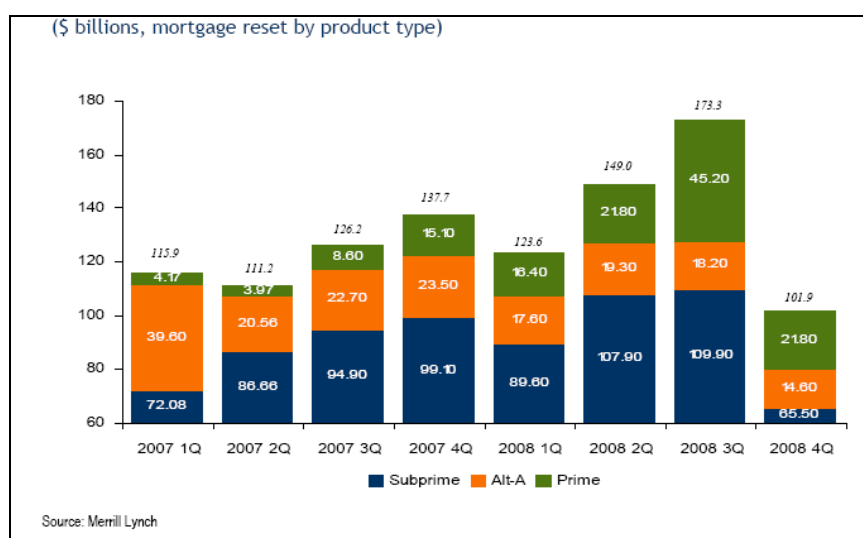
Sommaire

| | |
|---|---|
| UNE CORRECTION RADICALE EST SALUTAIRE | 2 |
| MENACE D'UN RESSERREMENT DU CREDIT : UNE REEDITION DE LA CRISE LTCM ? | 3 |
| CORRELATION ENTRE CREDIT ET ACTIONS : UN DECOUPLAGE EST-IL POSSIBLE ? | 3 |
| UNE CRISE DU CREDIT ET NON PAS UNE CRISE BOURSIERE | 4 |
| CONCLUSION: UN MARCHÉ EN PHASE DE TRANSITION | 5 |

Les marchés boursiers ont baissé suite à la propagation vers le marché des actions des craintes portant sur le marché du crédit. Des pertes sévères ont été essuyées en dépit de la publication d'excellentes nouvelles concernant la croissance bénéficiaire des sociétés, soulignant ainsi, que les investisseurs passent outre la bonne santé de l'économie européenne pour se focaliser sur la faiblesse des marchés du crédit, la hausse des taux d'intérêt, la fermeté de l'euro qui conditionnent la progression des entreprises.

Les spreads observés au sein d'un des indices européens phares des dérivés de crédit ont dépassé le niveau charnière de 4%, suite à l'augmentation des craintes d'assister à un repli de l'immobilier qui conduirait à un resserrement du crédit à l'échelle mondiale, susceptible d'ébranler les marchés financiers. L'indice iTraxx Crossover, qui suit le coût de l'assurance des risques de défaut d'un portefeuille composé de 50 émetteurs sous-jacents en titres de créance « sub-investment grade » a quant à lui explosé. Des défauts de plus en plus nombreux de la part des hedge funds n'ont rien fait pour arranger les choses dans ce climat empreint d'incertitudes.

Par ailleurs, à brève échéance, les nouvelles en provenance du secteur des crédits aux États-Unis ne devraient pas s'améliorer étant donné le nombre important d'instruments financiers qui vont devoir être refinancés dans les prochains mois. **En conséquence, à moyen terme, le marché des actions sera plus guidé par des éléments psychologiques que par les fondamentaux.**



Une correction radicale est salutaire

Le flot de rumeurs quotidiennes aidant, le marché des actions s'est mis à ressembler à un véritable casino. Les marchés avaient atteint un point tel qu'ils se sont tout simplement crus invités à participer gratuitement au jeu des LBO¹. Cela semblait trop simple que des fonds de private equity achètent des sociétés en difficulté pour en faire des entreprises performantes. La structure financière des opérations a été financièrement forcée. L'excédent de liquidités, la disponibilité du crédit ou l'épargne abondante ont amené le différentiel de taux bien trop bas et la recrudescence des opérations depuis le début de l'année en a été la parfaite illustration.

¹ LBO (Leveraged buy-out) : prise de contrôle d'une société grâce à un endettement.

Les politiques de taux bas adoptées dans de nombreux pays et les différentiels de taux réduits ont encouragé la mise en place de structures fondées sur l'endettement afin d'augmenter les rendements avec ce que l'on pensait être des prêts relativement sans risque, tels que ABS², CDO³, CLO⁴ et des structures CDO à effet de levier érigées par les agences de notation au rang d' « Investment grade ».

Il était temps de marquer une pause et de réexaminer les conditions prudentielles concernant les financements et les contrats associés. L'arrivée d'une correction afin que ceux qui ont abusé du risque en paient la note est une nécessité salutaire.

Cela ne veut pas dire que la vague de fusions et acquisitions est terminée, mais elle sera dorénavant menée par les sociétés plutôt que par les fonds d'investissement. Les LBO réapparaîtront mais à des conditions plus raisonnables : leurs rendements à deux chiffres ne seront plus assurés par des financements bon marché et des contrats scandaleux.

Menace d'un resserrement du crédit : une réédition de la crise LTCM⁵ ?

De nombreux produits de financement structuré (ABS, RMBS⁶...) sont semblables à des obligations illiquides, conçus pour être conservés jusqu'à l'échéance. Leur valeur va chuter lorsqu'ils devront être valorisés au prix du marché dans un contexte de tension. Les fonds d'investissement, contraints de vendre des actifs lorsque la valeur des garanties diminue, amplifient ainsi le risque de contagion. Toutes les conditions sont apparemment réunies pour que se répète un scénario de resserrement du crédit similaire à celui de LTCM durant l'été 1998, mais dans le même temps la situation est différente : le risque a été divisé et largement réparti à travers l'ensemble du système financier. Cette débâcle fera des victimes, mais il est trop tôt pour estimer l'ampleur des dégâts.

Les pertes ne seront pas identifiées avant plusieurs années, vu le temps nécessaire pour saisir les biens immobiliers et celui que vont mettre les investisseurs avant de reconnaître les pertes encourues sur des instruments conservés jusqu'à l'échéance.

Il ne faut pas non plus oublier que les défaillances des fonds spécialisés peuvent apparaître plus rapidement que le ralentissement de l'économie prise dans son ensemble. Les investisseurs feraient mieux d'ignorer les grands titres publiés dans les médias sur les hedge funds et d'observer de plus près les chiffres de l'emploi.

Corrélation entre crédit et actions : un découplage est-il possible ?

Une fois encore, le crédit tend à être le moteur des corrections opérées sur le marché boursier. Le marché des actions est sensible à un resserrement du crédit qui pourrait constituer une menace pour l'économie mondiale. Quoiqu'il en soit, nous soulignerons le fait qu'en 1999, les différentiels de taux étaient beaucoup plus élevés qu'ils ne l'étaient début 1998 mais qu'ils se sont nettement redressés.

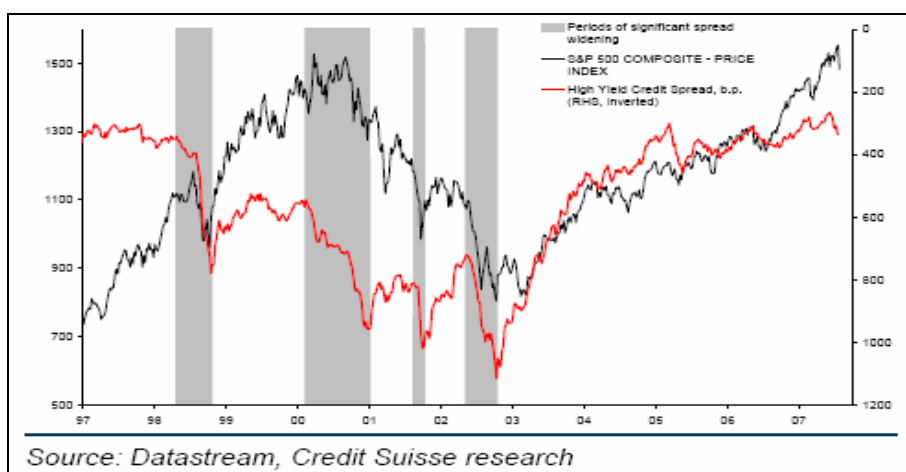
² ABS (Asset-backed securities) : obligations garanties par un pool d'actifs financiers difficilement négociables sous leur forme originelle. En les rassemblant au sein d'un portefeuille commun, ces actifs non liquides sont convertis en instruments qui peuvent être offerts et vendus facilement sur les marchés financiers. Un ABS est généralement garanti par plusieurs types d'actifs sauf les crédits immobiliers.

³ CDO (Collateralised debt obligation) : il s'agit d'un type d'ABS. Le CDO prend une exposition à un portefeuille obligataire de crédit et divise le risque en plusieurs tranches : tranches senior (rating AAA), tranches mezzanine (AA à BB) et tranches equity (pas de rating). Les pertes sont appliquées dans l'ordre inverse de séniorité. Ainsi les tranches junior bénéficient d'un coupon plus élevé afin de compenser le risque plus important.

⁴ CLO (Collateralised Loan Obligation) : un actif obligataire garanti par un pool de prêts commerciaux (prêts à court terme renouvelable utilisé pour financer les besoins de financement à court terme d'une société).

⁵ Pour rappel, Long-Term Capital Management (LTCM) était un hedge fund fondé en 1994. Ce hedge fund a initialement connu un énorme succès avec des rendements annualisés de plus de 40% durant les premières années. En 1998, il a perdu 4,6 milliards de dollar en moins de 4 mois et est devenu l'exemple emblématique du risque potentiellement présent dans l'industrie des hedge funds.

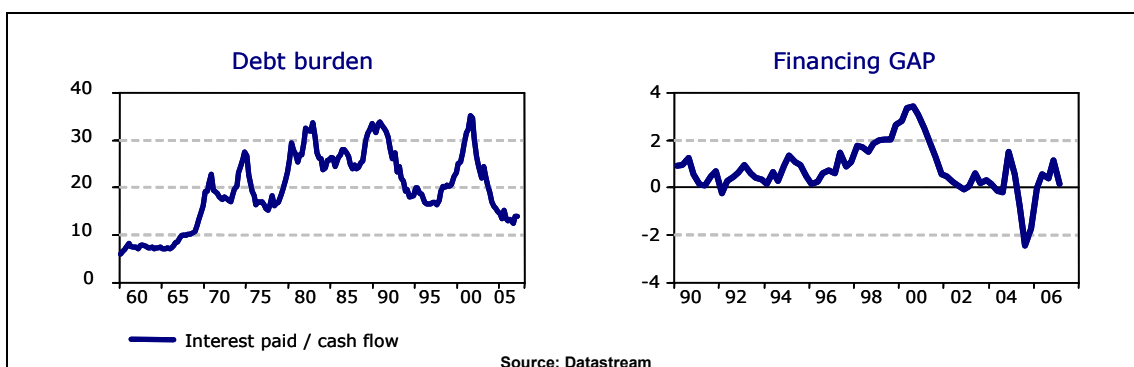
⁶ RMBS (Residential Mortgage-Backed Security) : type d'actifs garantis par des dettes résidentielles, telles que les prêts hypothécaires (prime et subprime).



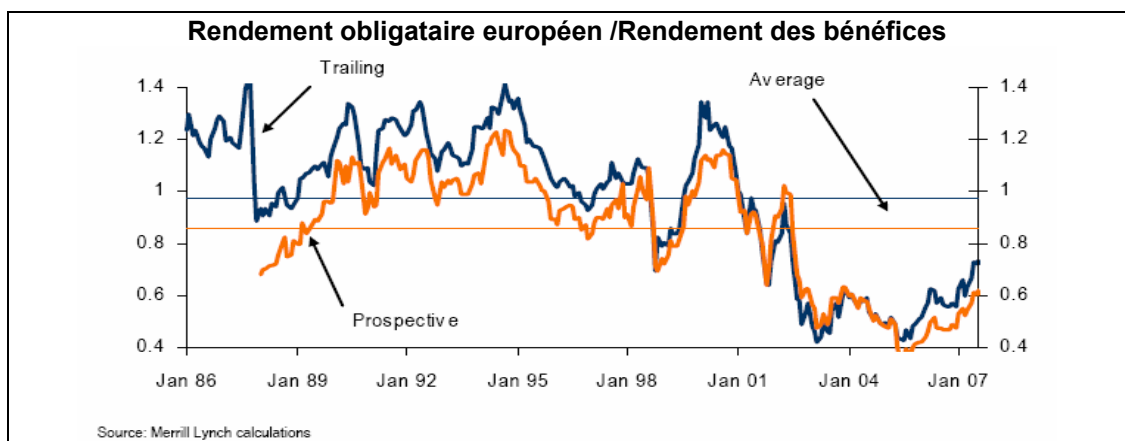
Nous estimons que la valorisation des actions par rapport aux crédits des entreprises peut s'accommoder d'un découplage accru comme ce fut le cas en 1999. Pourquoi ?

Une crise du crédit et non pas une crise boursière

Nous ne considérons pas que les conditions préalables à une crise généralisée du crédit soient réunies. Il ne faut pas confondre l'endettement des sociétés et les prêts à effet de levier. Cette crise n'a rien à voir avec celle de 2002 où le différentiel des taux était beaucoup plus élevé. Les sociétés pouvant se targuer d'une santé financière florissante n'ont jamais été aussi bien dirigées. Les entreprises n'ont pas besoin de recourir au crédit pour financer leur expansion. Les organismes spécialisés dans le financement des sociétés ne devraient pas être touchés par les défauts observés dans le secteur immobilier que l'on désigne outre-Atlantique par le terme de « subprime » (crédit hypothécaire à risque).



Les valorisations ne sont en aucun cas surfaites et le rendement du cash-flow disponible est supérieur à celui des obligations d'entreprises. Dans une certaine mesure, les cours boursiers contenaient déjà une sorte d'événement macro à coloration négative si l'on tient compte des primes de risque tacites associées aux actions déjà comprises dans les cotations actuelles. Si l'on se fie au ratio cours de l'obligation/bénéfice et à l'écart en termes de rendement réels, les actions sont moins chères que les obligations. De plus, d'autres catégories d'actif telles que les biens immobiliers ont fait l'objet d'un re-rating motivé par les liquidités excédentaires.



Après un premier mouvement massif de ventes qui pourrait durer tout l'été, les investisseurs vont redécouvrir les qualités intrinsèques du marché boursier. À maints égards, les actions constituent la meilleure catégorie de placement. Que ce soit sur le plan de la liquidité, de la transparence, de la valorisation ou du risque. La richesse devrait être redistribuée en faveur des détenteurs d'actions.

Conclusion: un marché en phase de transition

Le marché des actions a bénéficié d'un important excès de liquidités qui a ouvert la porte à l'argent facile dans un contexte de recrudescence des profits. Cette phase est maintenant dépassée et le marché entre désormais dans la seconde phase d'un marché orienté à la hausse : croissance moindre mais plus stable, conditions de crédit plus sévères. Cette transition est à l'origine d'une volatilité accrue.

Nous nous trouvons dans un marché haussier et, même en période de hausse, un accident peut se produire (LTCM), représentant ainsi une opportunité d'achat historique.

Néanmoins, une situation caractérisée par l'excès **ne revient jamais à la normale avec ordre et méthode** et il y a fort à parier que le marché se montrera échaudé avant de se reprendre et que les valorisations fondamentales vont être dépassées.

La fin du crédit bon marché fournit les conditions indispensables à l'émergence de deux changements majeurs :

- **Changement opéré dans le leadership du marché dans le cycle de profit actuel. Toute reprise durable trouvera son origine dans les sociétés de qualité, de croissance et de grande capitalisation.**
- **Fin du processus de compression de la dispersion des multiples de valorisation.**

Tant que nous n'aurons pas fait le point sur les pertes potentielles, le secteur financier restera sous pression et les performances des banques de détail surpasseront celles des banques d'investissement. La valorisation est déjà contraignante mais le cours des actions sera davantage guidé par la psychologie que par les fondamentaux. Les assureurs qui sont de gros investisseurs sur les marchés du crédit et des actions seront également mis sous pression.

Le présent document a un caractère purement informatif à destination des investisseurs institutionnels ou professionnels, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Bien que Dexia Asset Management apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations, certaines erreurs ou omissions peuvent avoir échappé à notre attention. La performance passée d'un produit ne constitue en aucune façon une garantie des résultats futurs et la valeur des investissements peut varier à la hausse comme à la baisse. Les investisseurs doivent prendre leurs décisions de placement en fonction de leur propre situation financière et de leurs propres objectifs d'investissements en tenant compte de la réglementation à laquelle ils sont soumis. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.