

—INVESTIR

Mardi 4 mars 2008

—CRISE DE CRÉDIT -

—**Le piège des obligations à taux fixés par enchères s'est refermé**

—*Les monoliners ont déclenché une avalanche qui s'étend à toute l'économie.*

—christian affolter

L'une après l'autre, les prouesses de l'ingénierie financière perdent leurs atours. Les obligations à taux fixés par enchères («*auction rate*») visent à permettre aux emprunteurs - pouvoirs publics et entreprises - de bénéficier d'un taux court, moins élevé, pour des prêts de longue durée, jusqu'à 30 ans. Les banques d'investissement mettent ces titres aux enchères (au rabais, en anglais «*dutch auction*»), le paquet vendu au taux le moins élevé fixant les conditions pour le prêt tout entier. Cette procédure se répète à intervalles réguliers, entre une et sept semaines, rendant ces crédits semblables aux prêts à court terme. En des temps normaux, ces obligations offrent des rémunérations légèrement supérieures au marché monétaire, à un niveau de sécurité (presque toujours «*triple-A*») et de liquidité quasi identiques. La banque d'investissement bénéficie des commissions prélevées, tandis que son risque de devoir racheter les titres aux conditions fixées au préalable en cas d'échec de la mise aux enchères demeure minimal. Pendant plus de 20 ans, ce marché, n'a connu qu'un seul avertissement, en 2006, lorsque quinze entreprises cotées à New York ont été forcées de payer une amende de 13 millions de dollars, suite à des accusations de manipulation.

Aujourd'hui, l'éclatement du marché est parti des monoliners, mis en difficulté par les défauts de crédits liés à la crise du subprime, qui, de plus, ont été incapables de fournir les garanties nécessaires aux titres qui ont forgé leur réputation: les dettes des collectivités locales («*municipal bonds*»). Menacées de perdre leur rating de première qualité, ces dettes ont perdu de leur attractivité, au point que celles dont les taux sont fixés en ayant recours aux enchères (d'un montant total estimé à 330 milliards de dollars, sur 2600 milliards en «*municipal bonds*») se sont retrouvées avec des intérêts prohibitifs. En même temps, plusieurs banques d'investissement (notamment UBS, Merrill Lynch, Goldman Sachs et Citigroup), jusque-là acheteurs de dernier recours, ont été forcées d'abandonner ce rôle, les autres dépréciations liées à la crise du crédit consommant trop de ressources. Ce double choc a bloqué le marché à partir de mi-février 2008 déjà. Les investisseurs fuyant tout crédit comportant des risques supérieurs aux treasuries, les taux ont vite pris l'ascenseur, au point de dépasser ceux des prêts à long terme, pourtant en train de monter, eux aussi, à des niveaux jamais vus depuis l'été 2004 (4,99% sur 30 ans, selon Municipal Market Advisors, +0,5% en deux semaines). Et les échecs de mises aux enchères se comptent en centaines par jour, alors que sur la vingtaine d'année qui précède 2008, leur nombre n'était que de 44, selon Moody's. Certains emprunts sont désormais frappés d'un taux de 20% - sans que le moindre défaut de paiement ne soit apparu!

Des vagues du tsunami plus dévastatrices sont à craindre

Pour tous les acteurs, les conséquences de ce que Robert Fuller de Capital Markets Management, cité par Bloomberg, qualifie de «*tsunami pour les fournisseurs*» (donc les emprunteurs), sont lourdes à supporter - sauf pour les banques d'investissement qui avaient tout au plus une obligation morale d'assurer le risque d'échec des mises aux enchères. Si le blocage perdure, les prochaines vagues d'enchères, que personne ne peut empêcher d'arriver, pourraient être encore plus dévastatrices, renchérissant le coût de la dette vendue aux enchères. Les tentatives désespérées des pouvoirs publics de sortir de

l'«auction rate» en émettant des titres de dette à long terme continueront de pousser vers le haut les taux de ces derniers. Ce marché-piège n'a plus aucune échappatoire. Des titres censés être liquides comptent désormais parmi les plus illiquides, bloquant des investisseurs institutionnels - mais aussi privés - qui souhaiteraient encore s'en séparer. Mais surtout, les coûts des projets d'infrastructure publics, de bourses d'études, d'hôpitaux ou encore d'Universités, vont prendre l'ascenseur. Cette tendance a poussé 21 états américains à inscrire une dette dans le budget 2009. Même des entreprises comme US Airways ou Bristol-Myers Squibb (qui a inscrit une charge de 275 millions de dollars dans son bilan) ont été touchées, posant ainsi un frein à leur développement. Seul point positif dans ce sombre tableau: les pouvoirs publics ont déjà vendu 166 milliards de dollars d'obligations «auction rate», soit la moitié du marché. Mais l'autre moitié va certainement encore faire parler d'elle.