

Le pari de l'euro-crédit

En Euroland, le marché des obligations privées représente un poids d'importance croissante. L'évolution des primes suscite un intérêt croissant des gérants obligataires pour ce type de produit même si des difficultés techniques modèrent l'ampleur des performances futures.

François Marais
Responsable de la gestion obligataire
Crédit Lyonnais Asset Management

■ La création de l'euro, la concentration des entreprises et l'accentuation de la pression aux résultats exercée par les actionnaires sur les équipes dirigeantes, la désintermédiation du crédit, et le retour de la croissance sont les causes principales de la constitution progressive, en Europe, d'un gisement important d'obligations d'émetteurs privés.

L'unification des marchés de dette consécutive à l'adoption de la monnaie européenne a permis de créer le second marché obligataire du monde, comparable par la taille à celui des Etats-Unis. Les agents privés, dont beaucoup d'étrangers, ont ainsi bénéficié pour le financement de leurs dettes d'un marché nouveau, profond, alternatif aux prêts bancaires comme au marché américain de la dette privée, à des conditions qui furent initialement beaucoup plus favorables que celles du marché américain.

Perspective élargie

Par ailleurs, les investisseurs en obligations de la zone euro ont été confrontés à une offre nouvelle constituant une part significative et croissante de leur univers potentiel d'investissement. L'existence de prime de rendement pour les émetteurs privés par rapport aux Etats, qui correspond à la rémunération de leur moindre liquidité et du risque de défaut, a suscité l'espoir de performances supérieures voire de réduction du risque pour les portefeuilles investis, de façon passive ou active, en obligations d'émetteurs privés.

Un débat s'est ouvert au sein de la communauté des gérants obligataires de la zone euro sur les questions de crédit comme classe d'actifs et source de valeur ajoutée. L'enjeu de ces questions essentielles réside à la fois dans les choix perti-

nents d'indices de référence, la structuration des gammes de produits ou la robustesse des processus d'investissement.

Une distinction préalable doit être faite entre les émetteurs de qualité *investment grade* et *speculative grade*. Dans la suite de cet article, ne seront considérés que les émetteurs de qualité *investment grade*.

Une hausse de 20 % du volume des émissions

L'univers retenu pour la construction des indices de performances obligataires est une source particulièrement fiable pour permettre d'analyser l'évolution de la capitalisation du marché du crédit dans la zone euro. On doit toutefois éviter les biais résultant d'un changement dans les critères d'éligibilité.

Le volume des émissions nettes (1), en euro, des entreprises privées a augmenté de 20 % depuis la fin 1998, passant de 400 à 480 milliards d'euros à fin septembre 2000. La diminution corrélative de l'endettement des Etats conduit à un accroissement significatif de la part relative du crédit dans la dette obligataire en euro : 12,4 % contre 11,5 %.

Vers un rattrapage du modèle américain ?

L'évolution reste nettement plus rapide aux Etats-Unis, où le niveau et la part relative du crédit sont également plus élevés : 1,2 trilliard de USD, en augmentation de 50 % sur la période, et 20,6 % contre 16,8 fin 1998.

La qualité de la dette, en euro, des entreprises privées est très supérieure, la dette AAA et AA représentant 83 % contre 25 % en USD et la dette BBB 3 % contre 31 % en USD.

La diversification sectorielle de la dette, en euro, des entreprises privées est nettement moindre qu'en USD, avec une prédominance du secteur bancaire, notamment (57 % contre 20 %), et financier (68 % contre 31 %). Les TMT dominant, comme aux Etats-Unis, le secteur privé non financier.

- Les obligations d'émetteurs privés en euro ont-elles présenté une opportunité de diversification ?
- Peut-on faire le pari, à la lumière de l'histoire récente du marché et par comparaison à l'expérience américaine sur plus longue période, qu'elles constituent une véritable classe d'actifs ?

L'analyse classique procède à partir de l'étude statistique des rendements et des risques. Dans le cas des obligations d'émetteurs privés, une analyse rigoureuse par rapport aux emprunts d'Etats, suppose de comparer deux indices dont les durations moyennes et les répartitions par maturité des contributions à la durée sont identiques. On élimine ainsi de la comparaison les éléments liés à l'exposition systématique au risque de taux et au positionnement sur la courbe.

De décembre 1998 à septembre 2000, la performance cumulée de l'indice Lehman crédit ressort à 0,65 % contre 0,31 % pour l'indice d'emprunts d'Etats de structure identique de la durée, soit une différence faiblement positive. En revanche, l'analyse du risque, mesurée par la volatilité des performances mensuelles, montre que la volatilité a été nettement inférieure : 4,28 % contre 5,74 %, soit 1,83 %, en raison de la très forte dé-corrélation des mouvements des primes de rendements des émetteurs privés par rapport aux taux d'intérêt. Le ratio de Sharpe est donc nécessairement très supérieur. On constate donc une dominance des obli-

gations d'émetteurs privés en euro par rapport aux obligations des Etats membres, depuis la création de la monnaie unique.

Un historique aussi court ne saurait permettre de trancher la question du crédit comme classe d'actifs en Euro-land. Il est remarquable, cependant, que la dominance constatée en termes de rendement/risque, depuis la création de l'euro, du crédit en Euro-land, soit identique aux Etats-Unis sur un historique de très long terme.

Sur le marché américain, on admet communément que les obligations d'émetteurs privés de qualité *investment grade* constituent bien une classe d'actifs. De nombreuses études statistiques des rendements et des risques sur longues périodes, anciennes comme récentes, mettent en évidence la domination des obligations d'émetteurs privés par rapport aux emprunts d'Etat (2). Elles concluent, notamment, au caractère fondamentalement obligataire des obligations d'émetteurs privés et à l'existence d'une prime de risque résiduel élevée et stable, inversement croissante avec la qualité des émetteurs. L'explication retenue de la dé-corrélation des primes de rendement repose sur l'idée d'une relation inverse entre cycle économique et santé financière des entreprises d'une part, taux d'intérêts d'autre part.

Bien que récent, le marché des obligations d'émetteurs privés en euro semble se conformer au comportement de moyen terme de son homologue américain. On peut donc légitimement faire le pari des obligations d'émetteurs privés en euro comme classe d'actifs offrant aux investisseurs le bénéfice, simultanément, d'un rendement plus élevé et d'un risque moindre que les emprunts d'Etats.

Source de valeur ajoutée

Trois conditions fondamentales sont généralement requises afin de pouvoir constituer, pour un investisseur actif, une source de valeur ajoutée :

- des coûts de transaction faibles ;
- des rendements volatils ;
- de véritables capacités prédictives.

Dans le cas des émissions d'émetteurs privés, il convient en outre d'ajouter une procédure intégrée de construction de portefeuille.

La première condition n'est évidemment pas remplie dans le cas des obliga-

Précisions

• *Investment grade* et *speculative grade*

Selon la terminologie usuelle des agences de notation, la différence fondamentale se situe dans les taux moyens historiques de défaut, négligeables à faibles pour les premiers, et nettement significatifs pour les deuxièmes.

- **Par émetteurs privés** on entend, de façon impropre, les émetteurs non gouvernementaux. De ce point de vue, les souverains non-euros comme les véhicules de titrisation sont assimilés aux émetteurs privés.
- **Le crédit** représente l'encours des dettes obligataires d'émetteurs privés.
- **Indice Lehman Crédit** : le libellé exact est : Lehman Euro Aggregate Credit
- **Le ratio de Sharpe** : c'est le rapport de l'excès de performance comparé au taux des dépôts sur le risque.

tions d'émetteurs privés où l'écart entre prix offert et demandé est de l'ordre de cinq à dix fois celui des titres d'Etat. En revanche, l'accroissement récent de la volatilité des primes de rendement des émetteurs privés, leur élargissement très rapide à des niveaux proches de ceux du marché américain et la multiplication des événements de crédit (amélioration/détérioration des notations) sont des facteurs incontestablement encourageants.

Par ailleurs, l'analyse par des équipes spécialisées et expérimentées des déterminants fondamentaux de la qualité des émetteurs et la comparaison à son évaluation par le marché est généralement admise, de même que sur les marchés d'actions, comme pouvant permettre une sélection judicieuse des titres.

Mais une difficulté majeure subsiste qui tient à l'augmentation des dimensions de risques propres à la gestion d'un portefeuille d'obligations d'émetteurs privés (exposition à la courbe des swaps, qualité, secteur, liquidité, risque spécifique) et à la difficulté de les gérer indépendamment des dimensions de risques des emprunts d'Etat (duration et courbe).

La différenciation entre les gérants de portefeuilles reposera donc sur l'originalité de la solution apportée, dans le processus d'investissement, au problème délicat de la construction du portefeuille. Celle-ci doit permettre, en effet, de

concilier l'ensemble des vues stratégiques, qu'il s'agisse des choix de duration et de courbe sur les emprunts d'Etats, d'exposition à la courbe des swaps ou de choix d'émetteurs, tout en assurant un contrôle rigoureux des risques actifs.

L'utilisation d'outils d'analyse multi-factorielle des risques actifs révèle, en outre, une difficulté supplémentaire. Pour constituer une source additionnelle de valeur ajoutée, diversifiante par rapport aux autres sources plus traditionnelles, les émetteurs qui font l'objet d'une appréciation positive ou négative devront être très largement sur – ou sous-pondérés – par rapport aux indices. Les contraintes de liquidité ou de positivité limiteront sensiblement les possibilités. Une voie pour le futur pourrait consister dans l'utilisation plus massive et systématique des dérivés de crédit.

Un bel avenir ?

Le marché des obligations d'émetteurs privés représente une part significative et croissante de la dette obligataire en euro, bien que son niveau, son poids relatif et sa progression soient encore inférieurs à ceux de son homologue américain.

Depuis sa création encore récente, la performance moyenne est proche mais la volatilité nettement moindre que celles des emprunts d'Etats de duration équivalente. Ces propriétés statistiques sont identiques aux Etats-Unis où le crédit est considéré comme une véritable classe d'actifs. L'investisseur en obligations sera donc fondé à inclure dans les indices de référence de ses portefeuilles en euro une part d'obligations d'émetteurs privés.

L'évolution actuelle des primes de rendement des « crédits » en euro est une condition favorable au développement d'une source additionnelle de valeur ajoutée.

Pour l'avenir, des difficultés techniques restent à surmonter afin que les choix d'émetteurs contribuent significativement à la performance des gérants d'obligations en euros. ●

(1) Les chiffres présentés sont ceux des indices Lehman Brothers pour les marchés américains et de la zone euro. Ils ont fait l'objet d'une correction particulière par la banque Lehman Brothers afin que ces critères demeurent constants.

(2) «The Risk-Return Characteristics of European Credit», Guy Coughlan, *JP Morgan*, March 30, 1999. «Credit bonds as an asset class», *ABN Amro A. M.*, August 2000.