

La gestion du crédit : un nouveau métier pour les gérants obligataires

Le développement du marché du crédit en Europe voit l'émergence du gérant crédit qui, un œil sur les taux, un œil sur les actions, se situe entre le gérant obligataire et le gérant actions. La constitution du portefeuille répond à des critères très précis en fonction d'un indice de référence préalablement défini.

Xavier Nicolas
Gérant obligataire
Fortis Investment Management France

■ Depuis 1998, le marché du crédit connaît en Europe un essor considérable et si, comme nous le pensons, il a une évolution similaire à celle qu'il a connue aux Etats-Unis où il représente 70 % (*Corporates + Agencies*) de l'encours obligataire, il va devenir un marché incontournable pour les gérants. Pour ces derniers, cela constitue une certaine remise en question de la gestion traditionnelle du marché de taux.

Aujourd'hui, le marché Euro Corporate se présente comme un marché fragmenté avec quelques grands émetteurs et beaucoup de petits. La liste des plus grands émetteurs est dominée par les banques et les telecoms. A titre indicatif, le secteur bancaire représente en Europe 71 % de l'indice Lehman Euro Corporate 500, le secteur des services 23 % et seulement 6 % pour le secteur industriel. C'est un marché dominé par les émissions primaires, avec un marché secondaire encore peu liquide.

Les acteurs y sont multiples et ont des objectifs différents. Nous pouvons distinguer trois classes d'intervenants :

- les assureurs qui cherchent un rendement absolu,
- les *asset swappers* qui veulent capter un *spread*,
- les gérants d'Opcvm qui cherchent, par une gestion active, à améliorer le rendement de leurs portefeuilles en ti-

rant profit du portage supplémentaire offert par ce type d'obligations et de l'évolution des *spreads*.

Le «gérant crédit»

C'est à l'activité de cette dernière catégorie, que nous qualifions de «gérant crédit», que nous allons nous intéresser*.

Outre la question de la courbe et de la durée de son portefeuille, le «gérant crédit» doit désormais s'intéresser à la qualité de l'émetteur et à l'évolution des *spreads*. Hors cette évolution dépend de nombreux facteurs dont le niveau des *swaps spreads*, la notation et la qualité de l'émetteur, le secteur d'appartenance de l'émetteur, la séniorité de l'obligation, la liquidité de l'émission et la maturité.

«La notation est certes un élément important, mais elle ne peut être aujourd'hui dissociée du secteur d'appartenance de l'émetteur.»

En effet, le niveau des *swap spreads* est un élément très important car un écartement ou un resserrement du *spread* entre les taux swaps et les taux gouvernementaux pour une maturité donnée affecte l'ensemble des *spreads* des émissions de même maturité.

Le gérant doit donc s'appliquer à suivre l'évolution de la courbe swap par rapport à la courbe «*govies*». A titre

d'exemple, les *spreads* entre les taux swaps dix ans et les taux d'emprunt d'Etat dix ans aux Etats-Unis se sont cette année écartés de plus de 60 bp, ce qui a entraîné, pour un «gérant crédit» qui a investi sur des *corporates* à échéance 2010, une moins-value relative hors coupon de 4,2 %, considérant que la durée du papier est de 7, par rapport à un gérant qui a investi sur des T. Notes dix ans US. La raison de cet écartement a été le rachat de la dette par le Trésor américain.

Origine de l'émetteur

La notation en second lieu est certes un élément important, mais elle ne peut être aujourd'hui dissociée du secteur d'appartenance de l'émetteur. En effet, il existe aujourd'hui une courbe des *spreads* pour chaque niveau de notation (graphiques), mais aussi pour chaque secteur (bancaire, services, industriel), voire sous-secteur (telecom, équipementier telecom, tabac, pétrolier...).

Un émetteur noté A, selon qu'il appartient au secteur des telecoms, de l'automobile ou du tabac ne se traitera pas au même niveau de *spread* pour une maturité donnée (exemple : France Telecom 2005 : 74bp/swap Euribor, GMAC 2005 : 65bp/swap Euribor, BAT 2006 : 108 bp/swap Euribor).

La séniorité d'une obligation est aussi un élément important. En effet, le taux de recouvrement n'est pas le même pour une dette senior, environ à 60 %, que pour une dette subordonnée (*low tiers II*) évalué à 30 %, le taux de recouvrement représentant le pourcentage du

*Nous nous limiterons par ailleurs à l'étude de la gestion des obligations dont les émetteurs se situent dans la catégorie «*Investment grade*», de AAA à BBB, qui répondent à une logique d'évolution de taux, et non à l'étude des émetteurs de la catégorie «*Speculative grade*», de BB à D, ou «*Junk Bonds*» qui répondent à une problématique de défaut.

capital restitué en cas de défaut. Plus la séniorité est faible, plus les *spreads* sont larges. Cette séniorité a un impact très important sur la liquidité d'une émission qui, elle-même, influence beaucoup l'évolution du *spread* de celle-ci.

La liquidité dépend du nombre d'intervenants. Les intervenants sur le marché du crédit sont d'autant moins importants que la note de l'émission est basse, sa séniorité faible, sa structure complexe (titrisation, CLO, CBO...).

En résumé, les *spreads* seront d'autant plus élevés que la note est basse, l'émetteur peu connu, le secteur cyclique, la séniorité et la liquidité faibles, et la maturité longue dans le cas des émissions notées dans la catégorie «*Investment grade*».

Analyse fine

Le suivi du marché du crédit, du fait des nombreux éléments à analyser, implique donc la mise en place d'une structure dédiée à la gestion du risque crédit, d'un comité de crédit qui définit les risques de gestion, de nouveaux outils en matière de suivi de portefeuilles, de *reporting* et d'analyse de performances.

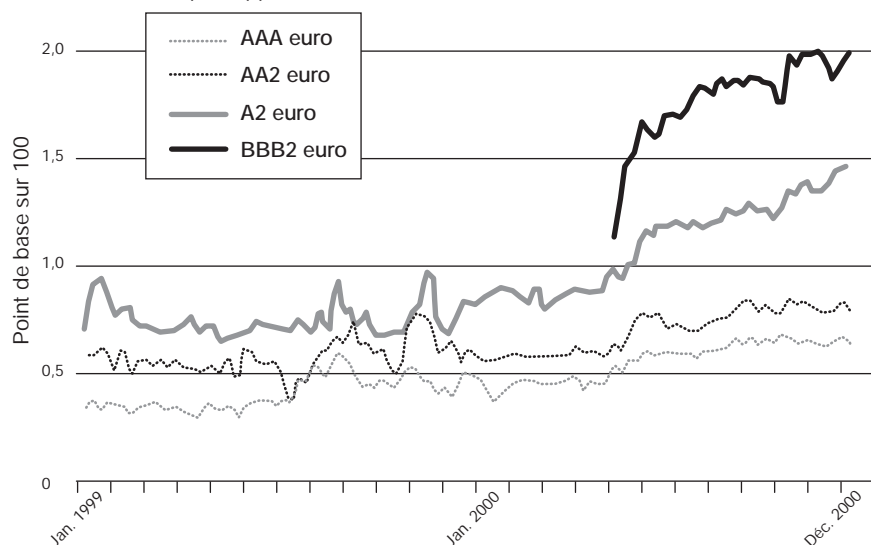
La structure dédiée à la gestion du risque crédit se compose d'analystes crédit et de gérants spécialisés sur ce marché. C'est une structure similaire à celle de la gestion des actions.

De cette structure va découler un comité de crédit qui, de manière régulière, se réunit afin de définir la politique d'investissement.

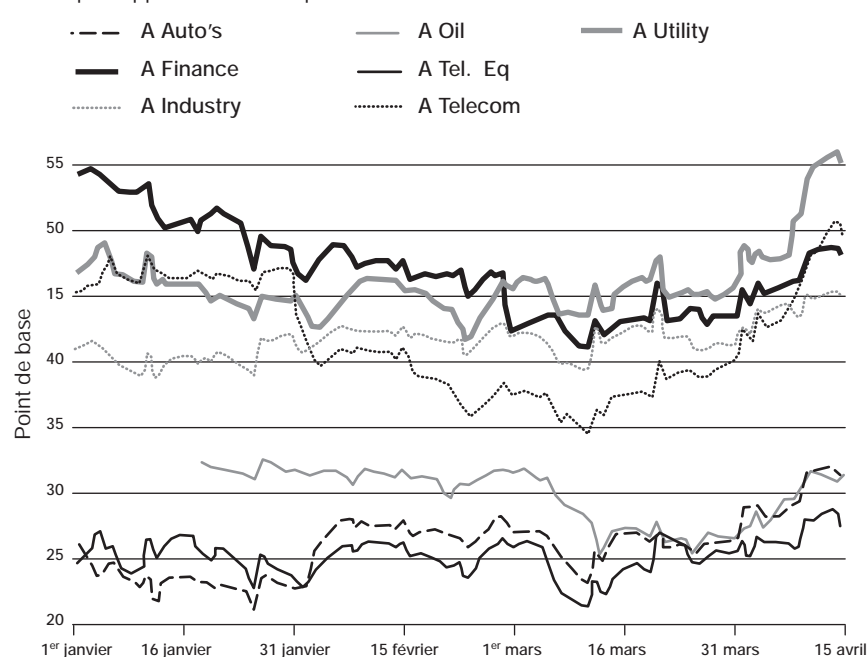
«La liquidité d'une émission dépend du nombre d'intervenants.»

La politique d'investissement est l'aboutissement d'une approche *top down*. Dans un premier temps, les facteurs économiques : PNB, inflation, tendance de la qualité du crédit (activité des fusions-acquisitions, rachat d'actions pour les entreprises...), investissements des entreprises, puis les facteurs techniques : direction des *swaps spreads*, émissions primaires, niveau de la de-

Evolution des *spreads* 10 ans par notation par rapport au taux 10 ans Etat Allemand Bund



Evolution des *spreads* par secteur d'une entreprise notée A par rapport au taux swap Euribor



Source ABN Amro Bank NV.

mande, saisonnalité (début d'année en général favorable au marché du crédit alors que la fin d'année, avec les clôtures d'exercice, est défavorable), vont être analysés afin d'établir un baromètre du marché du crédit. A ce niveau, le comité détermine la pondération au sein du portefeuille entre emprunts d'Etat et emprunts *corporates*. Dans un deuxième temps, le comité va donner une opinion positive, neutre ou négative pour chaque secteur et notation.

Une fois ces deux étapes effectuées, une liste d'achats d'obligations est établie.

Processus de sélection

Pour sélectionner les emprunts, il faut là encore procéder par étapes successives. La première est l'analyse de l'émetteur ; celle-ci est faite par l'analyste crédit qui, comme l'analyste actions, va procéder à une analyse du bilan, l'objectif étant d'étudier non pas les perspectives de bénéfices de la société, mais surtout sa capacité à rembourser sa dette. L'analyste crédit ayant donné son opinion, le gérant va étudier à partir de celle-ci le *spread* de l'émission en question. Pour cela il se réfère à une courbe de *spread*

Calcul du rating moyen du portefeuille

Le calcul du *rating* moyen du portefeuille se fait par le biais du calcul de la VAE (Valeur actuelle espérée) à partir du modèle de Fonds et consiste en une actualisation des flux selon la formule :

$$VAE = \sum_{t=1}^N \frac{S_t C + S_{t-1} d_t \mu (100 + C)}{V(1+i)^t} + \frac{100 \times S_N}{(1+i)^N}$$

d_t : probabilité de défaut à la date t compte tenu de la notation

S_t : probabilité que le papier n'ait pas fait défaut avant la date compte tenu de la notation

μ : taux de recouvrement en cas de défaut (dépend de la séniorité de l'emprunt)

i : taux d'intérêt sans risque pour la maturité N

N : date d'échéance

La matrice de probabilité de défaut à une date donnée étant régulièrement fournie par les agences de notation.

Cette même formule permet de calculer le *spread* théorique d'un emprunt compte tenu de sa notation, sa séniorité, sa maturité.

Mais le résultat ne tient pas compte d'autres facteurs comme la liquidité qui est un élément important pour estimer le *spread* réel d'un emprunt. En revanche, il est possible, à partir de ce module, de calculer une courbe de *spread* théorique pour chaque notation. Cela permet de voir en comparaison avec les *spreads* de marché, la cherté ou non d'un papier et même du marché du crédit.

d'un groupe de référence (même secteur, même *rating*, maturité similaire).

A noter que pour calculer le *spread* d'une émission, le marché utilise aujourd'hui quatre références :

- l'interpolation de la courbe d'Etat, dans la devise de référence et à la date d'échéance de l'obligation ;
- l'interpolation de la courbe swap dans la devise de référence et à la date d'échéance de l'obligation ;
- l'*asset swap* ;
- l'emprunt sur la courbe d'Etat la plus proche de la date d'échéance de l'emprunt analysé.

Il convient donc à ce niveau de bien préciser la référence utilisée pour calculer le *spread*, surtout au moment de traiter dans le marché.

Une émission pourra donc entrer dans la liste d'abord si l'opinion de crédit est positive, le *spread* attractif ou neutre, si l'opinion de crédit est neutre et le *spread* attractif, si l'opinion de crédit est négative mais le *spread* très attractif. Cette liste va évoluer en fonction des changements d'opinion de crédit et d'évolution du *spread*.

Le but de cette liste est donc de construire un portefeuille diversifié et équilibré. Ce portefeuille va évoluer du fait de la mise en place d'une discipline de vente.

Les raisons qui amènent à vendre un papier sont :

- un resserrement des *spreads* ;
- l'arbitrage avec un autre émetteur (de même secteur et même notation) mais avec un *spread* plus attractif, ou un arbitrage d'un même émetteur mais sur une autre partie de la courbe ;
- un changement d'opinion de crédit ou la dégradation en dessous d'une notation minimum.

Le but pour le gérant crédit étant d'améliorer le rendement de son portefeuille, grâce à un portage supérieur à celui d'un placement sur des emprunts d'Etat, mais aussi en profitant de la dynamique des *spreads* et en captant les émetteurs dont la notation pourrait être rehaussée.

Nouveaux outils

Il faut aujourd'hui être en mesure de pouvoir avoir une décomposition de l'exposition du portefeuille en duration et par maturité, comme pour tous portefeuilles obligataires, mais avec une sous-décomposition par notation, par secteur et par émetteur ; être en mesure de calculer l'*excess return* du portefeuille, sa sensibilité au *spread*, ainsi que le *rating* moyen du portefeuille. (encadré)

Outre leur utilité pour la gestion,

tous ces outils sont aussi nécessaires pour améliorer la transparence en matière d'information sur la gestion des fonds au moment des *reportings*.

Trouver son indice

Mais pour être totalement transparent et pouvoir juger de la qualité de sa gestion, le gérant crédit doit choisir un indice de référence. Celui-ci pourra être purement *corporate* ou être un panache d'emprunts d'Etat et d'emprunts *corporates*. Cet indice se doit d'être représentatif de la structure du marché du crédit européen, aussi bien en termes de notation que sectoriellement. Le promoteur de l'indice doit être transparent sur la façon dont il effectue les changements au sein de cet indice et sur sa façon de «*pricer*» les emprunts et en particulier sur la récupération au jour le jour des niveaux de *spreads* pour chaque emprunt qui compose l'indice. Car n'oublions pas que dans le cadre de la gestion d'Opcvm, le gérant crédit doit être en mesure de coter les emprunts de son portefeuille en tenant compte des variations de *spreads*. Cela doit être fait de manière hebdomadaire, voire quotidienne, quand un secteur est chahuté (cf. secteur telecom ou tabac).

«Le promoteur doit aussi être en mesure d'offrir à l'utilisateur la possibilité de construire son propre indice à partir d'un indice général.»

Le promoteur de l'indice doit par ailleurs être en mesure de fournir quotidiennement la répartition en pourcentage ou duration de son indice par notation, secteur, par classe de maturité, ainsi que la duration de l'indice, son *excess return*, sa vie moyenne et tous autres indicateurs utiles à la gestion obligataire classique.

Le promoteur doit aussi être en mesure d'offrir à l'utilisateur la possibilité de construire son propre indice à partir d'un indice général.

De tels indices existent et sont pour l'essentiel promus par les banques anglo-saxonnes du fait de leur expérience sur le marché américain. ●