

ANALYSE NORMALISÉE

QUELLE INTERACTION ENTRE LES ACTIONS ET LE CRÉDIT?



Denis Groven

Responsable méthodologie et qualité au sein du département recherche crédit **SG CIB** (Société Générale Corporate and Investment Banking)



Alain Galène

Directeur adjoint de la recherche actions paneuropéenne **SG CIB**

Sans pour autant en déduire un afflux massif de capitaux du marché du crédit vers le marché des actions, il ressort de l'analyse normalisée SG CIB que les investisseurs en actions ont probablement davantage à attendre de l'avenir que les détenteurs d'obligations.

L'existence d'un lien entre les marchés des actions et du crédit semble faire l'unanimité. La difficulté n'est pas tant de prouver l'existence de ce lien, mais plutôt de comprendre comment les acteurs du marché le perçoivent. De nombreux articles ont été écrits à ce sujet et de nombreux modèles théoriques ont été élaborés afin d'expliquer et de quantifier ce lien. En outre, il suffit d'avoir traversé la période de crise des actions et du crédit en 2001-2003 pour se rappeler que les *spreads* de crédit et les cours des actions d'un grand nombre d'entreprises se sont mutuellement influencés.

UN ANGLE D'ANALYSE INNOVANT

Nos équipes de recherche actions et crédit ont mis leurs ressources en commun afin d'aborder ce sujet sous un angle innovant. Plutôt que de se fonder entièrement sur des modèles

théoriques, nos analystes ont étudié 90 sociétés – 19 banques et 71 entreprises industrielles – en utilisant l'approche normalisée SG CIB. Ainsi, pour chaque société étudiée, les analystes sectoriels ont élaboré un profil financier normalisé, en se concentrant plus particulièrement sur les marges d'EBITDA et sur le ratio *cash-flow* rapporté à l'endettement net. Nous considérons en effet ces deux paramètres comme décisifs, pour déterminer des bénéfices par action (BPA) ainsi que des *spreads* de crédit dans un environnement normalisé, dans le but de mieux comprendre l'énoncé suivant: si les résultats d'une société sont attendus en baisse ou en hausse, cela se révélera négatif ou positif à la fois pour les actionnaires (diminution/augmentation de la juste valeur) et pour les détenteurs d'obligations (élargissement/resserrement des *spreads*).

DÉFINIR UN PROFIL FINANCIER NORMALISÉ

D'un cycle à l'autre, les marges bénéficiaires des entreprises varient, et les tendances futures ne peuvent être extrapolées à partir de la performance passée. Ainsi, dans une optique de moyen terme (3-5 ans),

l'analyse normalisée SG CIB fournit des réponses fondamentales et utiles aux deux questions suivantes: quel est le niveau de bénéfices normalement réalisable par une société donnée? Quel taux de croissance peut-elle générer à partir de son *cash-flow*? Selon notre méthodologie, les marges bénéficiaires normalisées sont celles qui sont réalisées dans un environnement de milieu de cycle, tandis que la croissance normalisée est le fruit de la croissance interne (équivalent de la croissance organique habituelle) additionnée à la croissance externe que la société peut autofinancer. Ces marges et cette croissance normalisées vont ensuite servir de base aux prévisions à long terme de l'analyste pour chaque société étudiée. Enfin, nous définissons une structure de bilan dite "normale", notamment pour les entreprises industrielles, ainsi qu'un niveau normalisé de leur *cash-flow* rapporté à leur endettement net.

Mais nous ne nous sommes pas arrêtés là! Nous avons également mis au point un certain nombre d'indicateurs destinés à clarifier le lien entre les marchés des actions et du crédit ces dernières années, à savoir un ratio de corrélation et un indica-

	Delta des BPA	Delta du spread de crédit
Banques	- 0,8 %	+ 1
Entreprises industrielles	+ 7,1 %	- 3

* Taux médians.

Source : Recherche crédit & actions SG CIB.

Delta des BPA 2004 = BPA 2004 normalisé/BPA 2004 effectif.

Delta du spread de crédit = spread de crédit normalisé - spread de crédit effectif.

teur d'anticipation. Par ailleurs, nous avons également utilisé notre modèle BFM (*barrier firm model*).

INDICATEURS DE LA RELATION ACTIONS/CRÉDIT

Si les *spreads* de crédit et les cours des actions sont généralement corrélés, ils sont également étroitement liés à un autre indicateur : la volatilité implicite des actions. Le niveau de cette dernière découle directement des options sur actions et nous renseigne essentiellement sur le degré de volatilité d'une action attendu par les marchés d'options pour l'année suivante. Notre analyse de la relation actions/crédit repose donc sur trois marchés distincts mais corrélés – les actions, les options sur actions et les dérivés de crédit – et a été divisée en deux parties :

■ **une comparaison entre les cours des actions et les *spreads* de crédit.** Ces derniers tendent à se resserrer lorsque les cours des actions s'orientent à la hausse. L'indicateur d'anticipation renseigne davantage sur le degré de réactivité relative des marchés des actions et du crédit, tandis que la corrélation mesure plutôt le degré de relation entre ces deux variables. Cet indicateur identifie le marché qui réagit le premier dès lors qu'il existe une avance visible. S'il ressort supérieur à 50 %, cela signifie que les marchés d'actions devancent les marchés du crédit, et inversement s'il est inférieur à 50 % ;

■ **une valorisation des *spreads* de crédit en utilisant notre modèle BFM, par rapport aux cours des actions et à leur volatilité implicite.** Cette analyse repose sur un modèle qui considère le crédit comme un produit dérivé action. Comme on pouvait s'y attendre, la volatilité implicite des actions joue ici un rôle clé. Lors de la crise de 2002, elle avait considérablement augmenté (dépassant finalement les *spreads* de crédit), et les *spreads* calculés à partir du

modèle BFM avaient tendance à dépasser ceux effectivement constatés sur le marché. En 2003-2004, les deux *spreads* – celui du marché et celui du modèle BFM – se sont rapprochés. En cas de divergence entre les *spreads* du modèle BFM et ceux du marché, il peut être opportun de jouer les marchés du crédit contre la volatilité implicite des actions, par exemple en achetant des *credit default swaps* [1] (CDS) et en vendant des *straddles* [2] sur actions, ou inversement. Un écart important ou une divergence dynamique entre les *spreads* du modèle BFM et ceux du marché peut constituer une indication pour prendre de fortes positions sur le crédit.

SPREADS DE CRÉDIT NORMALISÉS

Afin de calculer nos *spreads* de crédit normalisés, nous avons émis un certain nombre d'hypothèses qui, tout en reflétant les conditions du marché obligataire européen, ont été adaptées à notre étude. Nous sommes tout d'abord partis du principe que les *spreads* de chaque obligation étaient fixés par rapport aux autres obligations du même secteur, tout en limitant la définition de "secteur" aux entreprises couvertes par notre enquête. Nous avons ensuite supposé que, dans un environnement "normalisé", la base, c'est-à-dire la différence entre le niveau des *spreads* de CDS et ceux d'une obligation, serait nulle pour des maturités identiques.

LES ACTIONNAIRES ONT PLUS À ATTENDRE QUE LES DÉTENTEURS D'OBLIGATIONS

Un pourcentage de nature à séduire les actionnaires : +15,5 % ! Ce chiffre correspond à la différence moyenne entre les BPA normalisés déterminés par SG CIB et nos prévisions de BPA 2004 pour les sociétés de notre échantillon. Voilà qui, sur fond de prévisions de résultats toujours po-

sitives, constitue vraisemblablement une bonne nouvelle pour les actionnaires. Certes, ce chiffre est à comparer avec une différence médiane de seulement 5,3 %, ce qui souligne selon nous qu'un nombre croissant de sociétés sont aujourd'hui proches d'atteindre leurs niveaux bénéficiaires normalisés.

Bien que, selon notre analyse normalisée, la hausse des résultats et la diminution des dépenses d'investissement entraînent une amélioration du profil financier de la plupart des entreprises, les détenteurs d'obligations ne devraient escompter qu'un très léger resserrement des *spreads* de crédit, de l'ordre de deux à trois points de base (il s'agit du resserrement médian attendu pour notre échantillon de sociétés). Ceci s'explique en partie par le très important mouvement de resserrement qu'a déjà connu le marché du crédit depuis ses plus hauts de janvier 2003. Nous estimons que l'amélioration attendue du profil financier de la plupart des entreprises est déjà largement intégrée dans les *spreads* de crédit.

Cela dit, ce resserrement modéré est attendu pour la globalité de notre échantillon et ne doit donc pas occulter la diversité des sociétés étudiées. Comme le montre le tableau 1, la différence médiane entre les BPA normalisés déterminés par SGCIB et nos prévisions de BPA 2004 pour les 19 banques de notre échantillon ressort négative, à -0,8 %, contre une progression de 7,1 % pour les entreprises industrielles. Sans surprise, le même schéma se vérifie pour les *spreads* de crédit normalisés, puisque nous anticipons un très modeste élargissement de ceux des banques d'un seul point de base contre un resserrement de trois points de base pour les entreprises industrielles. ●●●

“ L'amélioration attendue du profil financier de la plupart des entreprises est déjà largement intégrée dans les *spreads* de crédit. ”

2. RATIOS DE CORRÉLATION PAR RATING

Notes de crédit	Ratio de corrélation moyen	Spreads de crédit norm. des entreprises indus.	Spreads de crédit norm. des banques
AAA & AA	0,14	12,14	40,89
A	0,23	23,44	49,80
BBB	0,24	38,52	–
BB	0,53	100,5	–

Source : Recherche crédit et actions SG CIB.

●●● En dressant la liste des valeurs les plus et les moins performantes tant du côté du crédit que des actions si notre scénario “normalisé” se réalisait, nous remarquons qu’aucune des meilleures ou des moins bonnes performances du côté des actions ne figure du côté du crédit, et inversement. Cette absence de chevauchement est sans doute due au profil spécifique de chaque société. Nous estimons, en effet, que les entreprises peuvent être réparties entre les deux catégories suivantes :

■ la première est constituée des sociétés qui, dans un environnement économique en amélioration ou grâce à un programme de restructuration, devraient voir leurs marges d’EBITDA normalisées s’améliorer fortement par rapport aux niveaux actuels. Cette amélioration peut éventuellement – mais pas nécessairement – entraîner une réduction de l’endettement. En effet, cela dépend du programme d’investissement de la société ainsi que de sa politique de versement de dividendes. Le BPA normalisé de ces entreprises devrait s’afficher en hausse par rapport à l’actuel, tandis que leur *spread* ne devrait pas nécessairement se resserrer, le profil financier demeurant inchangé ou ne s’améliorant que très légèrement ;

■ la seconde catégorie comprend les sociétés dotées d’un potentiel de désendettement. Des cessions d’actifs, des augmentations de capital ou une distribution de dividendes modérée devraient entraîner une amélioration relativement rapide

“ Entre 2001 et 2003, les investisseurs et les analystes actions se sont focalisés davantage sur le tableau des flux de trésorerie des entreprises, de nombreuses grandes sociétés très endettées étant alors proches de la crise de liquidité. ”

de leur situation financière. Pour ces entreprises, les actionnaires jouent un rôle décisif dans la tendance prise par les ratios de crédit, d’où une amélioration significative des *spreads* de crédit normalisés mais seulement de faibles BPA normalisés, voire négatifs.

Les banques sont absentes de notre liste des meilleures et des moins bonnes performances attendues à la fois du côté des actions et du crédit. Comme cela était prévisible, cette activité, plus stable, ne devrait pas connaître de variation majeure de ses *spreads* ou des taux de croissance de ses BPA.

FORTE CORRÉLATION DES ACTIONS ET DU CRÉDIT SUR LES VALEURS LES MOINS BIEN NOTÉES

Le ratio de corrélation entre le prix des CDS et le cours des actions de notre échantillon – qui mesure le degré de la relation entre ces deux variables – s’établit à 0,21. Un niveau significatif, ces deux marchés étant très différents. De fait, le marché des actions est la somme des valorisations des flux futurs actualisés, tandis que le marché du crédit peut être considéré comme la somme des “ estimations ” des risques de défaut. Ce niveau est également significatif au vu de la durée de notre horizon d’étude (deux ans et demi), mais ce n’est cependant pas une surprise. En effet, les habitudes des différents acteurs du marché ont évolué. De fait, entre 2001 et 2003, les investisseurs et les analystes actions se sont focalisés davantage sur le tableau des flux

de trésorerie des entreprises, de nombreuses grandes sociétés très endettées étant alors proches de la crise de liquidité. À la même époque, les investisseurs et les analystes crédit ont eu tendance à se détourner de l’étude du bilan et de la trésorerie des entreprises à long terme au profit d’une analyse plus méticuleuse de leurs résultats trimestriels.

Le tableau 2 présente les ratios de corrélation des entreprises de notre échantillon par catégorie de notation. Il en ressort que plus le rating est bas, plus le ratio de corrélation est élevé, de 0,14 pour les obligations d’entreprises notées AAA & AA à 0,53 pour les émetteurs appartenant à la catégorie spéculative.

CONCLUSION

De manière générale, notre indicateur d’anticipation montre que le marché du crédit est légèrement en avance sur le marché des actions depuis la fin de la crise du début 2003. En 2003, le niveau médian de cet indicateur s’établissait à 47 %. En 2004, le crédit a accentué son avance avec un ratio de corrélation s’élevant à 42 %, ce qui montre que le marché du crédit avait anticipé plus tôt que le marché des actions l’amélioration des fondamentaux des entreprises. ■

[1] Les *credit default swaps* peuvent être considérés comme des contrats d’assurance. Acquérir un CDS équivaut à acheter de la protection : en payant une prime chaque année, l’acheteur de protection recevra du vendeur de protection (qui a cédé le CDS) la valeur nominale du CDS en cas d’événement de crédit (un défaut de paiement par exemple).

[2] Sur les marchés d’option, l’opération liée, dite *straddle*, consiste en la vente ou l’achat simultané d’une option d’achat (*call*) et/ou d’une option de vente (*put*) ayant le même prix d’exercice et la même échéance.