

PortfolioPraxis: Akadémie

# « Je m'appelle « Bond » – « Corporate Bond »

Les Obligations Privées

Janvier 2011

**Allianz** 

Global Investors



# Contenu

Les Obligations Privées	3
I – Le crédit corporate	4
II – Les ressorts de sa valeur	4
III – L' évolution du marché corporate depuis 2006	9
IV – Quelques caractéristiques de la gestion du crédit corporate.	12
V – L'apport du crédit corporate à une gestion diversifié.	14
VI - Les perspectives à court terme de la dette corporate.	16

# Les Obligations Privées

## « Je m'appelle « Bond » – « Corporate Bond »

En 2009, certains OPCVM spécialisés en crédit « corporate » ont offert des performances remarquables. Proches de 70% pour les meilleurs d'entre eux en zone euro, elles dépassent de loin celles du plus dynamique des grands indices occidentaux, le Nasdaq (+ 44%), et approchent celle de la bourse de Shanghai (+ 80%) ou de Sao Paulo (+ 83%).

Mi-2010, alors que leurs performances s'établissent entre 2 et 4%, plusieurs investisseurs recommandent toujours les OPCVM de crédit « corporate » dans leur allocation d'actifs.

Mais qu'est ce que le « crédit corporate » ? Comment sa performance en 2009 a-t-elle pu ressortir parmi les meilleures offertes par les différents segments d'actifs ? Pourquoi, après une telle performance cette catégorie d'investissement offre-t-elle encore en 2010 un potentiel ?

Une fois défini le « crédit corporate » (I), nous examinerons les ressorts de sa valeur (II), puis l'évolution de son marché au cours des années récentes (III), avant d'identifier quelques uns des traits caractéristiques de sa gestion (IV) et ce qu'il apporte à un portefeuille diversifié (V), Nous concluons enfin sur les perspectives (VI).

1. Le crédit « corporate » ou crédit privé est la dette obligataire émise par des entreprises privées. Il se subdivise en deux segments, celui des émetteurs de qualité (« investment grade »), et celui des émetteurs plus risqués (« high yield »).
2. La plus ou moins grande solvabilité de l'emprunteur, mesurée par les agences de notation, justifie un supplément de taux par rapport aux obligations d'Etat, le « spread ».
3. Le crédit « corporate », par nature sensible à l'évolution des taux, l'est plus encore à la solvabilité de l'emprunteur.
4. Le segment « high yield » est le plus sensible à la solvabilité de l'emprunteur. Aussi, ses variations de valeur sont-elles les plus amples.
5. Dans un cycle économique, le crédit « corporate » offre une réelle opportunité d'investissement quand la conjoncture se normalise. Le segment « high yield », par son potentiel de performance, en est alors la meilleure illustration.
6. Par sa sensibilité à la solvabilité de l'entreprise, le crédit « corporate » s'apparente au risque des actions. Si sa volatilité est moindre sur longue période, elle peut atteindre des niveaux élevés sur une période plus courte.
7. La faible corrélation du crédit « corporate » avec les autres segments d'actifs, et son potentiel de performance au regard de son risque, en font un segment d'actif attrayant dans la gestion d'un portefeuille diversifié.

## I – Le crédit corporate

On appelle « crédit corporate » ou crédit privé la dette obligataire émise par des entreprises privées. Par convention, nous ne parlerons que des émissions cotées.

L'ensemble des obligations émises en zone euro est évalué à 12.500 MM d'euros. Environ 60% de ce marché est constitué d'emprunts d'État, 29% d'emprunts émis par des sociétés privées et 11% d'emprunts garantis par des actifs. Aux Etats-Unis, la proportion d'obligations émises par les entreprises est supérieure.

On distingue deux catégories d'obligations privées. Les obligations « investment grade », ou de « catégorie investissement » ou de « première catégorie », présentent la meilleure qualité. L'emprunteur offre des garanties de solidité et de solvabilité très fortes. Le respect des engagements du contrat et des échéances n'inspirent quasiment aucun doute.

Les obligations « high yield », c'est-à-dire « à rendement élevé », sont plus risquées car émises par des entreprises qui présentent moins de garanties de qualité et de solidité, en particulier sur les échéances éloignées. Les obligations « pourries », ou « junk bonds », sont celles dont la pérennité de l'émetteur paraît plus incertaine.

Par définition, le taux des obligations « investment grade », plus sûres, est moindre que celui des obligations « high yield », plus risquées.

## II – Les ressorts de sa valeur

### 1- Obligation « corporate » et variation des taux

Tout d'abord, une obligation privée, comme toute autre obligation, présente une sensibilité fondamentale à l'évolution des taux.

Lorsque le taux des emprunts d'Etat monte, le taux d'une obligation privée de même échéance a toute chance de monter également. Alors, comme toute obligation, sa valeur de marché baisse. Le recul est d'autant plus fort que l'obligation est sensible, c'est-à-dire que sa durée de vie est longue, et/ou que son taux est bas. Inversement, si le taux des emprunts d'Etat baisse, le taux d'une obligation privée a toute chance de diminuer et sa valeur de marché d'augmenter. La performance est alors d'autant plus forte que l'obligation est sensible.

Le cours d'une obligation privée est donc sensible aux mêmes facteurs de variation de taux que les obligations d'Etat. La hausse ou le ralentissement de l'activité économique, le relèvement ou la baisse des taux directeurs, le raffermissement ou le recul des tensions inflationnistes, l'évolution et la déformation de la courbe des taux sur emprunts d'Etat influencent également le marché et les taux de la dette privée.

Cette sensibilité est plus forte pour les obligations de qualité « investment grade » que pour celles de qualité « high yield », puisque leur taux est par définition plus bas.

Mais l'évolution du taux des emprunts d'Etat n'est pas le seul facteur déterminant.



## 2- Obligation « corporate » et solvabilité

En effet, le taux d'un emprunt privé dépend de manière essentielle de la solvabilité de l'emprunteur, c'est à dire de sa qualité de crédit.

Par commodité, écartons pour le moment les perturbations récentes nées des doutes avérés sur la solvabilité de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal, et dans une moindre mesure de l'Italie et de l'Espagne.

Un axiome prévaut dans les principaux pays développés qu'aucune créance n'est moins risquée qu'une obligation ou dette d'Etat. Ainsi le crédit privé présente-t-il par rapport à cette dernière un supplément de risque qui justifie un supplément de rendement, appelé « spread » ou « différentiel ».

Ce différentiel est d'autant plus faible que la solvabilité de l'emprunteur est forte (obligations « investment grade »). Il est d'autant plus élevé que la solvabilité de l'emprunteur est incertaine (obligations « high yield »).

Il est donc essentiel de détenir des titres dont la qualité de crédit va s'améliorer. L'amélioration du risque sur un emprunteur justifie une baisse du différentiel de taux, laquelle favorise une baisse du taux global : mécaniquement, la valeur des titres monte. A l'inverse, il importe d'éviter les titres dont la qualité de crédit va se détériorer : une détérioration du risque justifie alors une hausse du différentiel de taux, laquelle favorise une hausse du taux global : alors, de manière tout aussi mécanique, la valeur des titres baisse.

## 3- Solvabilité et notation

La solvabilité ou qualité de crédit d'un émetteur est notée par des agences spécialisées Standard & Poors, Moody's et Fitch Ratings. La hiérarchie de leurs notations est censée refléter précisément la hiérarchie du risque de crédit, c'est-à-dire, la plus ou moins grande solvabilité de l'emprunteur. (cf. graphique 1)

Graphique 1: Les notations de la solvabilité d'une obligation par les agences de notation.

La solvabilité	Moody's*	Standard & Poor's**	Fitch Ratings**
Meilleure qualité (excellente capacité à rembourser la dette)	Aaa	AAA	AAA
Haute qualité (tré forte capacité à rembourser la dette)	Aa	AA	AA
Qualité moyenne supérieure (forte capacité à rembourser un prêt)	A	A	A
Capacité moyenne à rembourser; n'ayant pas « valeur d'investissement »	Baa	BBB	BBB
Qualité moyenne inférieure (quelque peu spéculatif, exposition au risque)	Ba	BB	BB
Qualité inférieure (spéculatif, exposition au risque)	B	B	B
Mauvaise qualité (risque de non-paiement)	Caa	CCC	CCC
Hautement spéculatif	Ca	CC	CC
Aucun intérêt payé ou déclaration de faillite enregistrée	C	D	D
En défaut	C	D	D

\* Les notations de Aa à Ca de Moody's peuvent être modifiées par l'ajout d'un 1, 2 ou 3 pour montrer la place relative à l'intérieur de la catégorie.

\*\* Les notations de AA à CC de Standard & Poor's et de Fitch Ratings peuvent être modifiées par l'ajout d'un signe plus ou moins pour montrer la place relative à l'intérieure de la catégorie.

Les dettes « investment grade » sont de notation égales ou supérieures à BBB-. Les dettes « high yield » sont de notation inférieure à BBB-.

La pluralité des agences apporte a priori une diversité de points de vue. A cet égard, une double ou triple notation peut aider l'investisseur à mieux cerner son risque sur l'émetteur. Cependant, la crise financière de 2008 et celle plus récente des dettes souveraines en zone euro ont mis en évidence les limites des capacités d'analyse et d'anticipation des agences de notation.

Ce défaut n'est pas nouveau. C'est pourquoi les investisseurs en dette privée rassemblent depuis longtemps autour d'eux des équipes d'analystes, afin de suivre de manière indépendante et continue les émetteurs qu'ils jugent les plus intéressants.

#### 4- Notation et étude de risque

Pour apprécier la solvabilité d'une entreprise, il convient d'en faire une étude approfondie.

Ses fonds propres (ses actions), et sa dette à moyen et long terme (ses obligations), constituent ses ressources longues, c'est-à-dire une part essentielle de son passif. L'analyse du secteur, du positionnement concurrentiel, de la stratégie de l'émetteur, de ses bilans et comptes de résultat, doit permettre de vérifier que l'exploitation courante des actifs permettra une rémunération adéquate et durable de son passif.

L'analyse des actions et l'analyse du crédit d'une même société passent par ces mêmes étapes. L'une en déduit la valeur de l'action, titre de propriété de l'entreprise au regard de sa rentabilité actuelle et future. L'autre, la

Graphique 2 : Exemple de tableau des notations et ratios financiers au regard du risque d'entreprise et du risque financier.

	Profil de risque financier				
Profil de risque industriel	Très faible	Faible	Intermédiaire	Fort	Très fort
Excellent	AAA	AA	A	BBB	BB
Solide	AA	A	A-	BBB-	BB-
Satisfaisant	A	BBB+	BBB	BB+	B+
Faible	BBB	BBB-	BB+	BB-	B
Vulnérable	AA	A	A-	BBB-	BB-
Ratios indicateurs de risque financier*	Très faible	Faible	Intermédiaire	Fort	Très fort
Cash flow (%)	>60	45-60	30-45	15-30	<15
Taux d'endettement (%)	>25	25-35	35-45	45-50	<55
Dettes/EBITDA (x) (Dettes globales/Fonds propres)	<1,4	1,4-2,0	2,0-3,0	3,0-4,5	>4,5

\* Ajustés, observés dans le passé, et considérés fiables pour l'avenir. Source : Standard & Poor's.

valeur de l'obligation, titre de propriété de sa dette, au regard de la capacité de l'entreprise à la rembourser et à en payer les intérêts jusqu'à l'échéance.

Parmi les ratios d'analyse financière, trois comptent particulièrement :

- le rapport (en %) entre le cash-flow et la dette financière,
- le rapport (en %) entre la dette financière et les fonds propres, ou taux d'endettement,
- la dette financière en multiple de l'EBITDA, c'est-à-dire de l'excédent brut d'exploitation.

Le graphique 2 établit la distribution de ces 3 ratios et des différentes notations selon le degré de risque d'une entreprise en terme industriel (ordonnée) et financier (en abscisse).

Ainsi, une entreprise offrant un modèle économique « excellent » doit, pour présenter

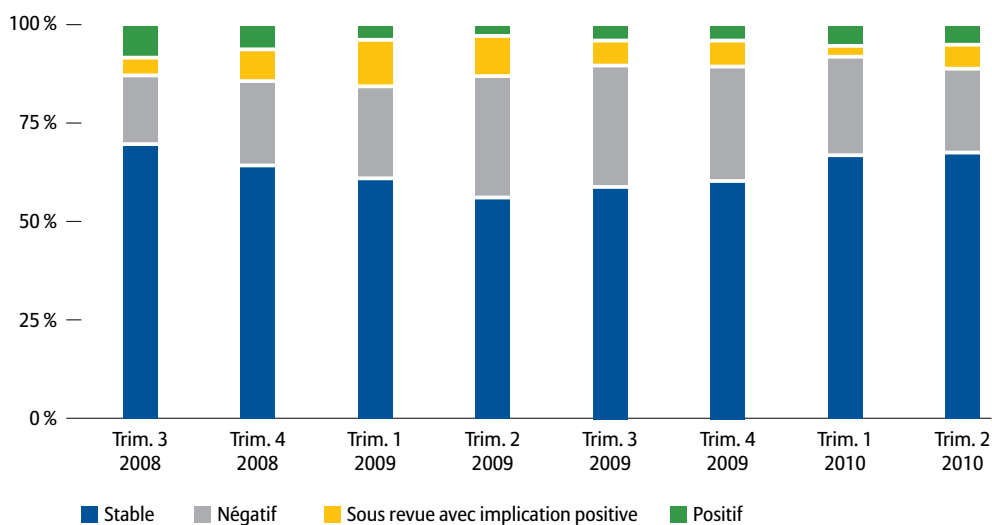
un risque financier « minimal », présenter un cash-flow annuel au moins égal à 60% de sa dette, un taux d'endettement inférieur à 25% et une dette inférieure à 1.4 fois son Ebitda. Elle peut alors justifier une notation « AAA ».

Des ratios un peu moins flatteurs correspondent à un risque financier "faible", et justifient une notation « AA », ou même « BBB » si ses ratios de risque financier sont « forts ».

Une notation est révisée régulièrement, au moins une fois l'an. Elle peut être maintenue, améliorée ou dégradée, ou mise « sous revue avec implication positive » ou « négative » en attendant la conclusion d'une étude. Mi 2010, avec le redressement de la conjoncture, de moins en moins de notations avaient été dégradées ou étaient « sous revue » avec implication négative (cf. graphique 3).

Graphique 3 : Evolution trimestrielle des notations des obligations "corporate".

Entreprises européennes (y.c. Afrique et Moyen-Orient): perspectives trimestrielles



Source: Moody's Investors Service. Illustration : Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financieres.

Graphique 4 : Taux de migration à 5 ans des différentes notations (Période 1970–2005).

Taux d'évolution à 5 ans des différentes notations sur la période 1970–2005 (%)									
De/A	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	Défaut	Autres
Aaa	54,11	23,93	5,20	0,34	0,26	0,04	0,04	0,08	16,01
Aa	3,92	50,86	21,09	3,20	0,54	0,16	0,04	0,18	20,66
A	0,21	8,59	52,88	14,29	2,72	0,84	0,17	0,51	19,79
Baa	0,24	1,17	13,75	46,53	8,92	2,88	0,59	1,63	24,29
Ba	0,05	0,19	2,37	12,09	26,83	10,78	1,43	7,91	38,35
B	0,04	0,06	0,31	1,80	6,87	22,16	5,25	20,16	43,35
Caa-C	0,00	0,00	0,02	0,79	1,80	5,93	8,02	39,44	44,00

Source: Moody's Investors Service. Illustration : Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières.

### 5- Le risque de défaut

Tout émetteur présente un risque de défaut, c'est-à-dire celui de ne pouvoir honorer les termes du contrat d'émission de son emprunt. Le défaut peut porter sur le retard ou le non paiement des intérêts échus, sur le non remboursement d'une part ou de la totalité du capital. Il peut également résulter d'une modification du contrat d'émission destinée à suppléer à l'incapacité de l'émetteur à faire face à ses obligations initiales. Le taux de défaut mesure le pourcentage d'entreprises ayant fait défaut au sein d'un échantillon donné. Cet échantillon est par exemple défini par une notation, un positionnement sur l'échelle de séniorité des dettes, ou un secteur économique. Plus rarement, le taux est pondéré par les encours. Le tableau ci-dessus (graphique 4) montre

sur toutes les périodes de 5 ans comprises entre 1970 et 2005, pour une notation initiale donnée (en ordonnée), le risque - ou les chances - de migration vers une notation inférieure - ou supérieure -, voire de défaut (en abscisse). Ainsi, une notation « Aaa » présentait-elle 0.08% de risque de faire défaut en 5 ans ; une notation « Baa » 1.63% de risque., etc.

Le taux de défaut ne correspond pas au taux de pertes en capital.

Il doit être complété en effet par le taux de recouvrement, c'est-à-dire par la proportion du capital concerné par le défaut, récupérée in fine par le créancier.

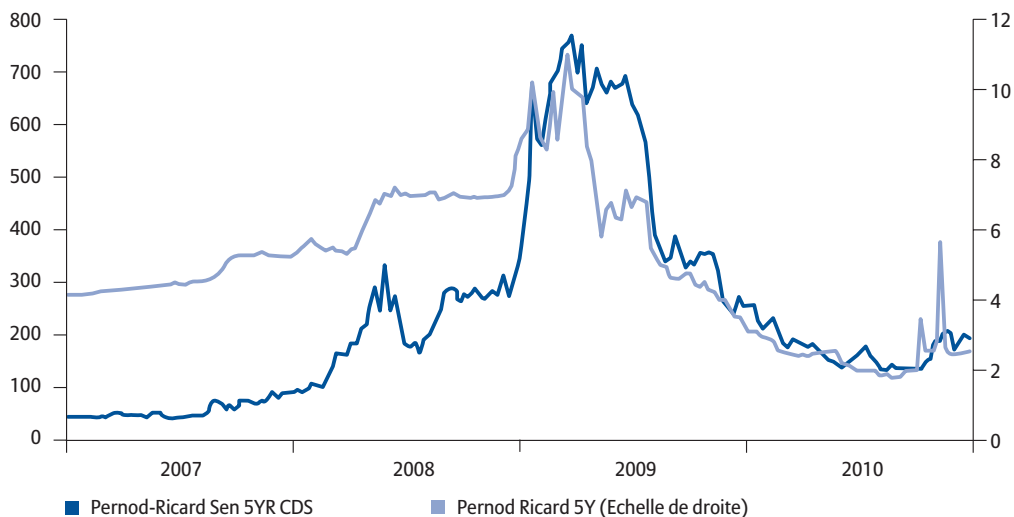
Taux de défaut et taux de recouvrement déterminent ensemble la rémunération finale. Ainsi, à un moment donné du cycle

Graphique 5 : Illustration de l'impact du taux de recouvrement sur le "spread" de taux.

Pair	Tx de Recouvr.	Tx de Perte	Tx de Défaut	Perte Probable	Spread Actuel	Spread Net Probable
100%	55%	45%	2%	0,90%	4%	3,10%
100%	50%	50%	2%	1,00%	4%	3,00%
100%	45%	55%	2%	1,10%	4%	2,90%
100%	40%	60%	2%	1,20%	4%	2,80%
100%	35%	65%	2%	1,30%	4%	2,70%

Illustration : Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières.

Graphique 6 : Cours du CDS et "spread" de taux de la dette Pernod-Ricard



Source: Thomas Reuters Datastream. Illustration : Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financieres.

économique et sur une notation déterminée, un investisseur peut-il estimer à partir d'hypothèses sur ces deux taux, sa perte probable. Celle-ci déduite du « spread », il est en mesure d'évaluer le supplément effectif de rémunération (« spread » net probable) que lui apportera une obligation privée par rapport aux obligations d'Etat. (cf. graphique 5).

### 6- Le CDS et la couverture du risque de défaut

Il existe un marché sur lequel le détenteur d'une créance ou d'une obligation peut, en consacrant une partie du revenu qu'il en tire, se couvrir contre le risque de défaut de l'emprunteur.

Le prix de cette assurance est fixé par un marché, celui des CDS, c'est-à-dire des « Credit Default Swaps ». Le cours d'un CDS fixe en pourcentage du capital couvert, le coût de la prime d'assurance à payer en échange de la garantie du risque de défaut. Il augmente d'autant plus que la solvabilité de l'émetteur est incertaine, et donc que sa notation se détériore. Et il diminue au fur et à mesure que celle-ci s'améliore.

A titre d'exemple, prenons une obligation à 5

ans émise par Pernod-Ricard. Le graphique No 6 ci-dessus montre l'étroite corrélation prévalant entre le différentiel de rémunération de cette obligation, donc son risque, et le cours de son CDS sur le marché.

### III – L' évolution du marché corporate depuis 2006

Le graphique 7 illustre l'évolution sur le marché américain du taux des obligations d'Etat à 10 ans et des obligations privées, « investment grade » et « high yield » de même durée. Au cours du dernier cycle, on peut identifier cinq périodes.

- Jusqu'en juillet 2007, la conjoncture est marquée par une croissance forte dans le monde, plus faible mais sereine dans les pays développés. Les taux longs tendent à monter. Mais le différentiel de rémunération (« spread ») entre les obligations d'Etat et les emprunts « investment grade » reste relativement stable, aux alentours de 0.8%. Pour les obligations « high yield », il s'établit à 2.5% en fin de période.
- Entre juillet et décembre 2007, la crise des « subprime » prend corps. Il en résulte une

baisse des taux longs, facilitée par le recul du taux directeur de la FED. Les taux du crédit privé « investment grade » baissent également, mais leur différentiel de rémunération augmente de 0.8 à 2%. Quant au différentiel du segment « high yield », il approche 7%.

- De janvier 2008 à mars 2009, la crise financière prend de l'ampleur. Jusqu'à l'automne, le taux des obligations d'Etat reste relativement stable autour de 3.5/4%. La faillite de Lehman Brothers et la fuite vers la liquidité l'abaissent jusqu'à près de 2%. Mais le différentiel des obligations privées « investment grade » fait plus que doubler, à 4.60% au plus haut, celui des emprunts « high yield » dépassant 20% ! En mars 2009, ils redescendent à 3.40 et 15% respectivement.
- A compter de mars 2009, la situation se normalise. Le taux long des emprunts d'Etat se redresse progressivement depuis son point bas historique jusqu'à une fourchette de 3/4%. Parallèlement, celui des emprunts privés chute fortement. Le différentiel des obligations « investment

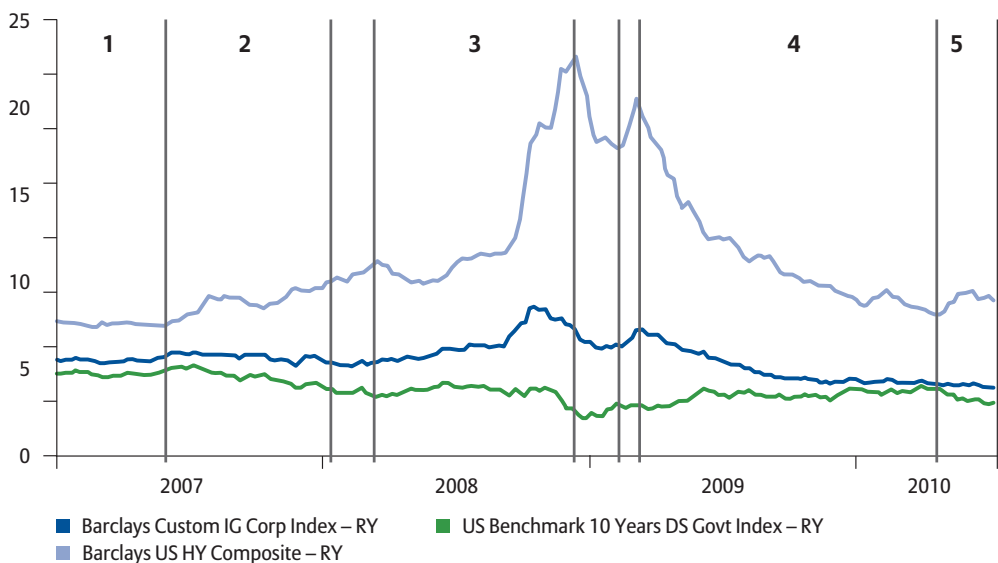
grade » se contracte à 0.3/0.4%, et devient même négatif par intermittence sur certains emprunts ; celui des obligations « high yield » connaît une baisse plus forte encore à 4.20%.

- En avril 2010, la crise de solvabilité de plusieurs membres de la zone euro provoque l'achat massif de dettes des Etats les plus solvables. Une perception à nouveau plus aigüe du risque ravive l'inquiétude sur les emprunts privés, provoquant une nouvelle remontée du différentiel de rémunération.

Ce dernier cycle du crédit des entreprises privées se déroule de manière atypique, car il est amplifié par la crise financière. Il livre néanmoins quelques enseignements simples, valables pour les segments « investment grade » et « high yield » :

1. En pleine croissance économique, la remontée des taux longs éloigne l'investisseur des obligations d'Etat, et souvent des obligations « investment grade ». En revanche, le crédit « high yield » présente un attrait si la baisse du différentiel de taux, justifiée par l'amélioration du risque

Graphique 7 : Taux des obligations d'Etat, des obligations "high yield" et "investment grade".



Source: Thomas Reuters Datastream. Illustration : Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financieres.



de crédit, est égale ou supérieure au redressement des taux longs.

2. Lorsque les taux longs des emprunts d'Etat s'élèvent, la croissance économique patine, l'endettement des entreprises peut devenir élevé ou excessif, les résultats déçoivent, le risque d'entreprise s'accroît. Le taux des emprunts privés augmente, leur différentiel par rapport aux emprunts d'Etat plus encore. Les emprunts privés sont un mauvais investissement.
3. Lors du repli de la croissance, ou pendant une récession, les taux longs baissent jusqu'à leur point bas. Mais le risque du défaut d'entreprise (incident de paiement, dépôt de bilan, faillite, ...) continue d'augmenter, justifiant une hausse du taux de la dette privée. Ainsi le différentiel de taux des emprunts privés atteint-il son maximum. La dette privée devient alors un très mauvais investissement.
4. Lorsque l'activité se stabilise ou reprend, les taux longs se redressent peu à peu. Avec quelques mois de décalage, le risque d'entreprise s'atténue avant de baisser

régulièrement. Le taux des emprunts privés se replie. La contraction du différentiel place alors les obligations privées, en particulier sur le segment « high yield », au rang des meilleurs investissements.

5. Les risques sont par définition plus élevés sur le segment « high yield » que sur le segment « investment grade ». C'est pourquoi :
- le différentiel de taux par rapport aux obligations d'Etat est plus fort sur le premier que sur le second,
  - la dégradation de l'environnement économique affecte davantage le premier que le second. Ce fut particulièrement le cas entre juillet 2008 et mars 2009, au cœur de la crise financière, lorsque différentiels et moins value sur le segment « high yield » atteignirent des niveaux inédits,
  - lorsque l'environnement économique s'améliore, le potentiel de gain est plus élevé sur le segment « high yield » que sur le segment « investment grade ». En 2009, il fut même exceptionnel.

## IV – Quelques caractéristiques de la gestion du crédit corporate.

La gestion d'un portefeuille tire parti de la spécificité des actifs auxquels il s'intéresse.

### 1. La double nature d'une obligation « corporate »

On peut dire d'une obligation privée qu'elle répond à une double nature « action » et « obligation ».

En tant que créance, sa valeur est étroitement liée à la qualité de l'emprunteur, c'est-à-dire à sa capacité à honorer ses engagements et à se développer. Or, le marché évalue également ce risque à travers le cours des actions de l'emprunteur. Instrument de taux, dépendant de l'environnement obligataire, une obligation privée est donc théoriquement corrélée au marché des actions par le risque d'entreprise.

Pour mieux le comprendre, prenons le cas d'une société désireuse de lever du capital. Elle peut émettre des actions cotées, qui font de l'acheteur un co-propriétaire de l'entreprise. Ou bien des obligations cotées, privées ou « corporate », qui font de l'acheteur un créancier de l'entreprise. A travers deux instruments différents, les investisseurs en actions et en obligations accordent leur confiance à un même émetteur, mais de deux manières différentes.

Il en résulte plusieurs conséquences :

- Le gestionnaire d'obligations privées doit suivre attentivement l'information divulguée par un émetteur (emprunteur). En effet, tout événement susceptible d'affecter son le compte d'exploitation peut avoir un impact sur sa solvabilité. Il peut en résulter une amélioration ou une détérioration du risque de crédit, laquelle affecte alors la

valeur des obligations sur le marché;

- Le gestionnaire doit vérifier l'adéquation du différentiel de taux d'une obligation privée au risque de défaut de son émetteur. Lorsque l'analyse d'une société lui permet d'identifier une obligation dont le différentiel paraît excessif au regard de son risque actuel et à venir, il l'achète. A l'inverse, lorsque le différentiel est insuffisant au regard du risque identifié, il s'en dessaisit.
- Le gestionnaire d'obligations privées, de la même manière qu'un gestionnaire actions, diversifie son portefeuille entre plusieurs secteurs, et au sein d'un même secteur, entre diverses entreprises. Il peut choisir une approche macro-économique, ou « top-down » : lorsque l'activité économique accélère, il renforce le poids des secteurs cycliques, et quand elle ralentit, il se replie sur les secteurs défensifs. Ou bien, il peut retenir une approche dite « bottom-up », privilégiant en toutes circonstances l'analyse des titres.



## 2- Obligation « corporate » et la volatilité

Une seconde spécificité des obligations privées tient à leur volatilité :

- Par son taux plus élevé, une obligation risquée « high yield », à différentiel de taux inchangé, est moins sensible à une hausse du taux long des emprunts d'Etat qu'une obligation « investment grade », et a fortiori qu'une obligation d'Etat de même durée.
- Mais la valeur d'une obligation privée dépend également de la solvabilité de l'entreprise émettrice, plus aléatoire que celle d'un Etat. L'impact sur son taux, et donc sur sa valeur, est déterminant. Aussi, la volatilité d'une obligation privée est-elle supérieure à celle des obligations publiques.
- Cependant, une obligation privée ne présente pas le même risque qu'une action. En cas de liquidation, le créancier est théoriquement remboursé avant le propriétaire. Souvent, une obligation privée vaut encore quelque chose quand l'action ne vaut déjà plus rien. On peut donc attendre des obligations privées une volatilité moindre que celle des actions.

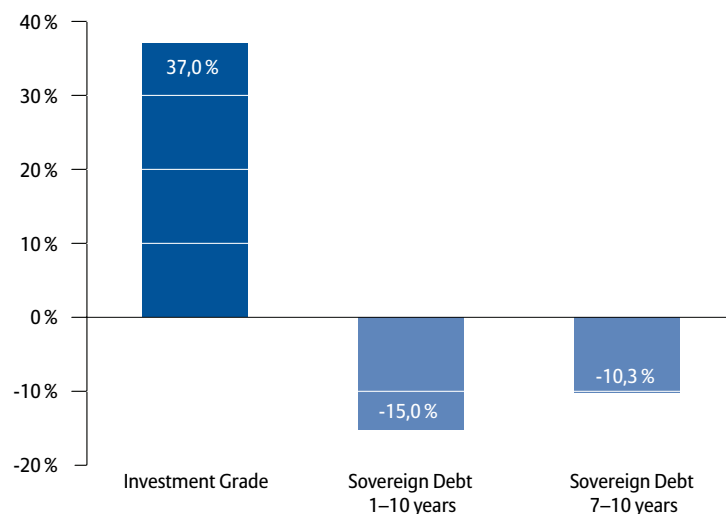
## 3- Obligation « corporate » et liquidité

Une dernière spécificité des emprunts « corporate » tient à leur moindre liquidité. En effet, la dette d'une entreprise est le plus fréquemment inférieure à ses fonds propres. Or, elle compte souvent plusieurs lignes, dont chacune répond à des caractéristiques distinctes. En bourse, la valeur de l'une d'entre elles sera donc largement inférieure à celle de ses fonds propres, ce qui pourra nuire à sa liquidité.

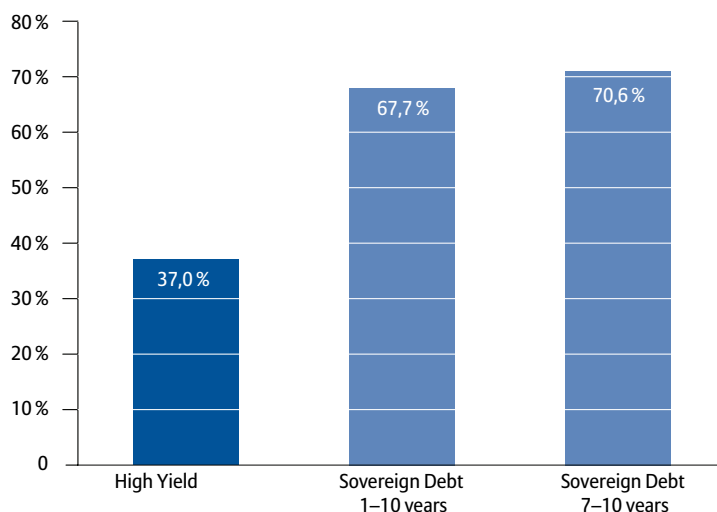
Cette caractéristique est importante. En effet, le manque de liquidité favorise des imperfections de marché, c'est-à-dire des incohérences entre le prix, donc le différentiel de taux, et le risque intrinsèque de l'obligation. Elle offre d'excellentes opportunités à qui souhaite investir. Mais elle peut gêner

Graphique 8 : Corrélation des dettes "investment grade" et "high yield" avec les emprunts d'Etat.

Corrélation « High Yield » Euro vs. Investment Grade Euro et Emprunts d'Etats



Corrélation Investment Grade Euro vs. Haut rendement Euro et Emprunts d'Etats



Source: Merrill Lynch indices (01/01/1998 au 31/12/2009).

High Yield: ML Euro High Yield Constrained (ticker : HECO).

Investment Grade: ML EMU Corporate (ticker : ER00).

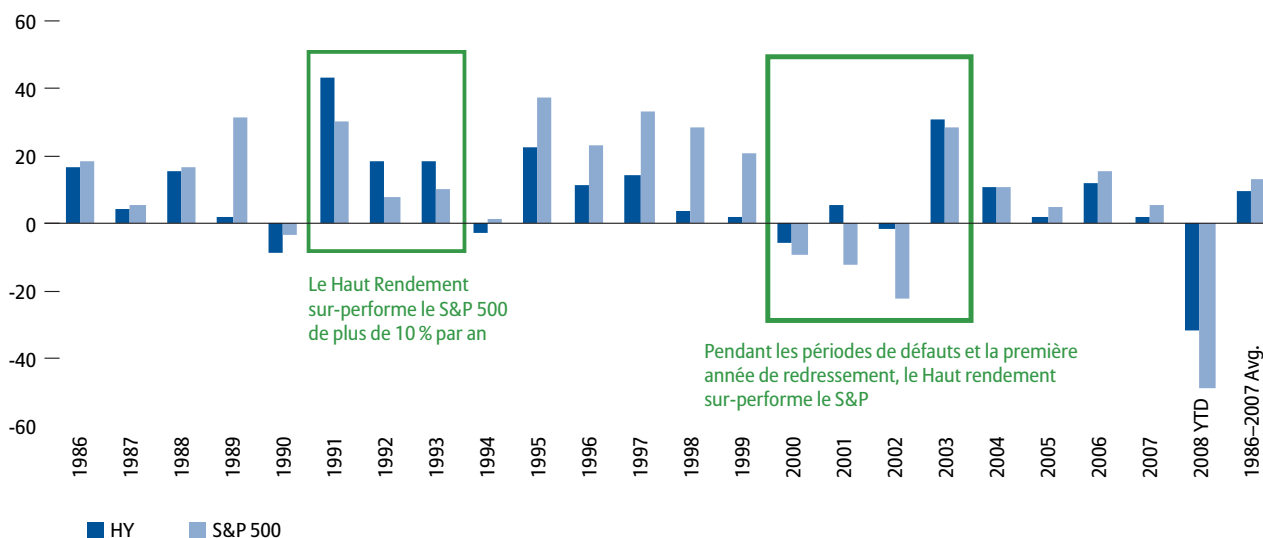
Sovereign Debt: ML EMU Direct Governments 1-10 (ticker : EG05) et 7-10 (ticker EG04).

Illustration : Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières.

qui souhaite désinvestir lors d'un recul trop rapide du marché.

La double nature « obligation » et « action » du crédit « corporate » s'est illustrée mi 2009. Les marchés actions, après leur ample rebond, présentaient un moindre attrait.

Graphique 9 : Performances annuelles de la dette "high Yield" et des actions.



Source: Citi; data as per 30/11/2008. Illustration : Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières.

1. Ajustée de la volatilité, la performance des marchés actions par rapport au marché Haut Rendement est supérieure sur le long terme.
2. Lors d'un cycle économique, le Haut Rendement surperforme les actions en phase de redressement.

Or, les obligations « high yield » offraient un différentiel de taux particulièrement élevé, très éloigné de leur risque réel. Aussi, des investisseurs avisés ont-ils préféré jouer le risque d'entreprise en tant que créancier à travers les obligations privées, car ils l'ont jugé moindre que celui d'un « co propriétaire » à travers les actions.

## V – L'apport du crédit corporate à une gestion diversifiée.

L'apport de la dette « corporate » à une gestion diversifiée est significatif. La singularité de son comportement boursier en fait un segment d'actif à part entière.

En premier lieu, la corrélation entre la dette « high yield » et la dette « investment grade » est faible. Elle montre bien que ces deux segments ont un comportement spécifique l'un par rapport à l'autre. Il en est de même de leur corrélation avec la dette souveraine : celle de la dette « investment grade » est moyenne, celle de la dette « high yield » est négative. (cf. graphique 8)

Ensuite, du fait qu'elles sont représentatives du risque d'entreprise, les dettes « high yield » montrent une réelle corrélation avec les actions. On observe ainsi sur longue période (1986-2007) que la dette « high yield » sur-

performe les actions en début de reprise du cycle à la hausse, avant de sous performer au cours des années suivantes. (cf graphique 9).

Sur une période plus courte (2005-2010), la performance de la dette « corporate » en zone euro présente un réel intérêt. Les données relatives aux dettes « investment grade » et « high yield », aux emprunts d'Etat et aux grandes valeurs montrent (cf. graphique 10) :

- le rapport attrayant entre performance et risque, illustré par le ratio de Sharpe :
  - de la dette « investment grade » en 2005, et surtout de la dette « high yield » en 2005-06, dans la phase ascendante du cycle,
  - de la dette « high yield » et de la dette « investment grade » lors de la reprise en 2009-10,
- leur manque d'attrait en phases de maturité ou de retournement de cycle en 2007-08,
- la performance remarquable de la dette « high yield » sur la période.

Dans la gestion d'un portefeuille diversifié, la dette « corporate » apporte donc un utile complément de diversification. Il s'appuie sur une faible corrélation avec les autres segments d'actifs, et l'attrait de ses performances au regard de ses risques.

Graphique 10 : Dettes "investment grade" et "high yield" en euro.  
Performances et volatilité comparées (2005-2010).

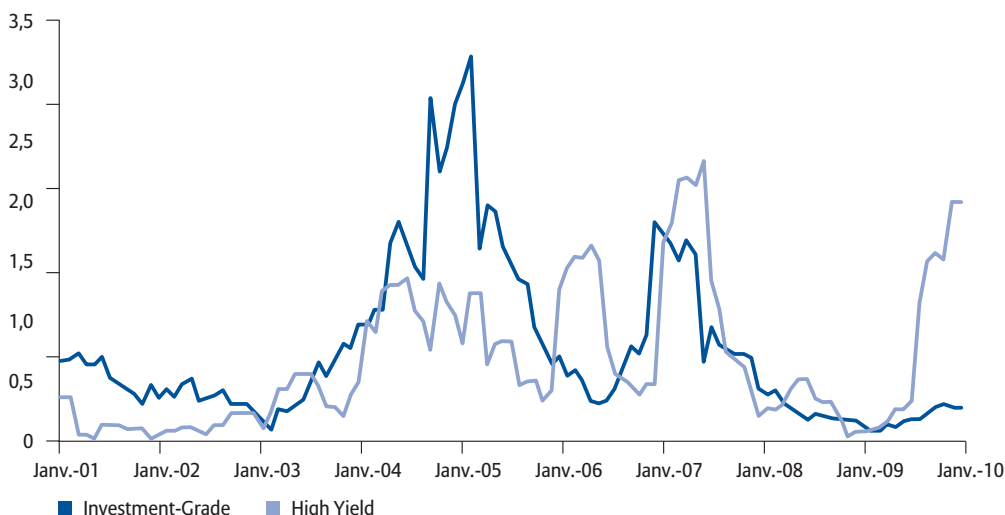
Performance annualisée					
Période observée	IG EURO	HY EURO	OBLIG € 3-5	OBLIG € 7-10	DJ € STOXX50
2005	4,87%	6,38%	3,47%	6,41%	23,76%
2006	-0,03%	11,67%	0,92%	-0,65%	17,39%
2007	1,45%	-3,32%	2,97%	1,20%	9,62%
2008	6,22%	-35,51%	6,01%	8,08%	-42,40%
2009	6,97%	82,65%	6,22%	5,08%	25,73%
1er sem 2010	5,87%	15,91%	6,62%	8,93%	-21,21%
2005-2010	4,26%	7,83%	4,23%	4,72%	1,90%

Volatilité annualisée					
Période observée	IG EURO	HY EURO	OBLIG € 3-5	OBLIG € 7-10	DJ € STOXX50
2005	2,72%	3,38%	1,88%	3,60%	11,03%
2006	2,65%	1,74%	1,85%	3,53%	14,59%
2007	2,70%	3,35%	2,00%	3,66%	15,80%
2008	4,60%	10,62%	3,87%	6,04%	39,34%
2009	3,42%	8,71%	2,73%	5,13%	28,03%
1er sem 2010	2,58%	7,12%	3,30%	4,51%	27,98%
2005-2010	3,24%	6,85%	2,66%	4,50%	24,57%

Ratio de Sharpe					
Période observée	IG EURO	HY EURO	OBLIG € 3-5	OBLIG € 7-10	DJ € STOXX50
2005	1,006	1,257	0,707	1,187	1,961
2006	-1,108	5,033	-1,082	-1,011	0,992
2007	-0,944	-2,181	-0,512	-0,765	0,356
2008	0,484	-3,718	0,521	0,677	-1,179
2009	1,827	9,406	1,990	0,849	0,892
1er sem 2010	2,141	2,185	1,901	1,903	-0,771
2005-2010	0,545	0,778	0,654	0,495	-0,024

Source : Allianz Global Investors Investments Europe (France). Illustration : Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières.

Graphique 11 : Rapport observé entre les relèvements et les abaissements de notation.



Source : Moody's Investors Service. Illustration : Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financieres.

## VI - Les perspectives à court terme de la dette corporate.

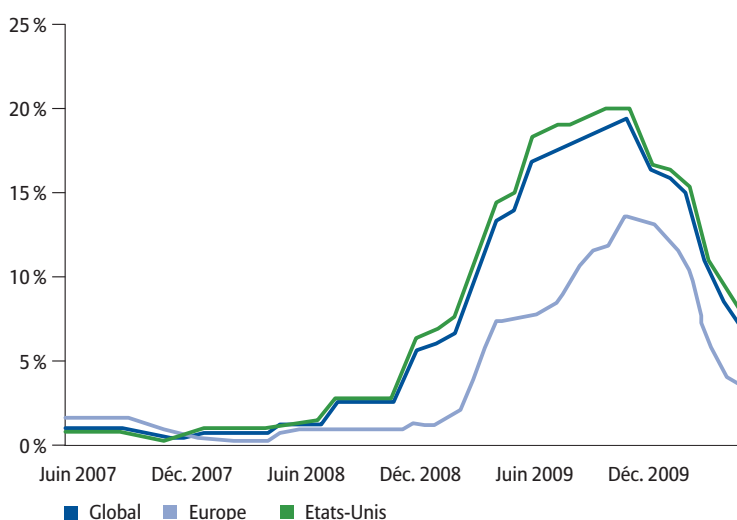
En ce milieu de l'année 2010, les fondamentaux du marché de la dette privée s'améliorent :

- l'endettement des entreprises diminue : l'effet de levier baisse, et la part de l'endettement couverte par le cash flow libre s'améliore ;
- de fait, le rapport entre les relèvements et abaissements de notations se redresse sensiblement. L'évolution est particulièrement plus sensible sur le segment « high yield » que sur le segment « investment grade » (cf. le graphique 11) ;
- le taux de défaut anticipé diminue à 4 ou 3%, grâce aux multiples opérations de restructuration et de refinancement (cf. graphique 12).

Ainsi, les différentiels de taux de la dette « corporate » retrouvent-ils des niveaux proches de ceux observés avant la faillite de Lehman Brothers. Attrayants pour l'investisseur au regard de l'amélioration de la conjoncture, leur potentiel de réduction n'est probablement pas immédiat. En effet :

- l'environnement financier des économies développées, toujours marqué par la prévalence des risques, entretient la volatilité du prix des actifs,

Graphique 12 : Anticipations de taux de défaut en Europe et aux Etats-Unis



Source: Moody's Investors Service. Illustration : Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financieres.

- la modeste valorisation des marchés d'actions engage de nombreuses entreprises à lever du capital sous forme d'emprunt plutôt que de fonds propres. Elles pèsent ainsi sur les conditions d'emprunt, en particulier sur le segment de la dette « high yield », plus risquée, que les banques hésitent à financer elles-mêmes.
- la concurrence avec les besoins de financement public peut naître un jour du niveau élevé des déficits budgétaires,
- les emprunts privés seront nombreux à devoir être remboursés ou renégociés en 2013/14.

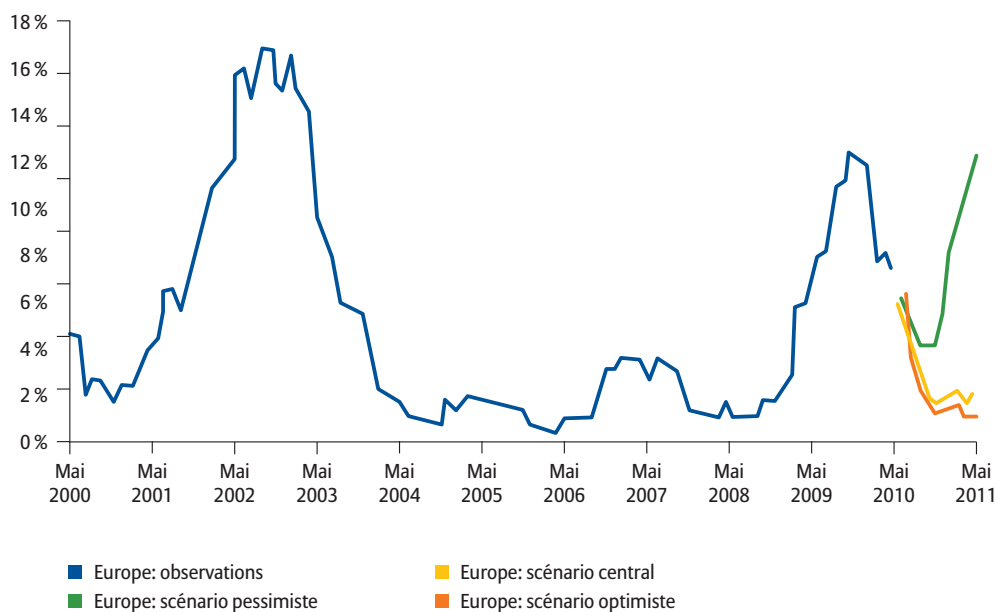
A moyen terme, d'autres facteurs pourraient peser sur les conditions de financement :

- le ralentissement de la reprise actuelle nous rapproche d'un (très) éventuel retour en récession,

Ces observations expliquent la divergence des scénarios qui prévalent actuellement sur l'évolution du taux de défaut de la dette « high yield », et donc par symétrie, de son évolution boursière. (cf. graphique 13).

Olivier Gasquet

Graphique 13 : Evolution (observée et anticipée) des taux de défaut sur la dette "high yield".

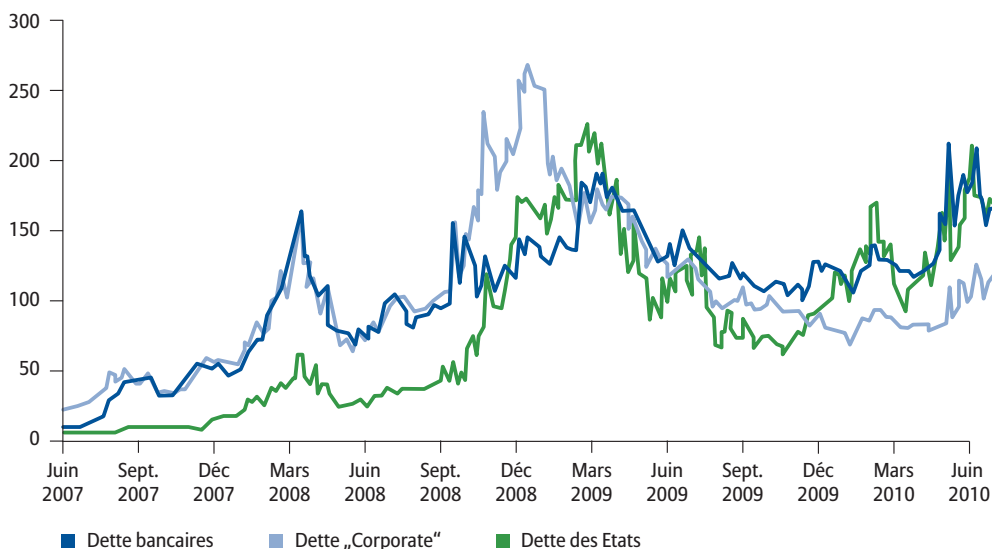


Source: Moody's Investors Service. Illustration : Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financieres.

## Annexes :

Sur le marché des CDS, en Europe, le risque de crédit à 5 ans des entreprises est perçu comme inférieur à celui des Etats souverains et des banques.

Graphique 14 : Cours des CDS à 5 ans sur les dettes publiques, privées et bancaires (segment "investment grade" en Europe)



Source: Markit, Moody’s Investors Service. Illustration : Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières.

Graphique 15 : Composition par industrie du segment "high yield" en Europe (2ème trimestre 2010)

Télécommunications	14%	Emballage	5%
Média	9%	Automobile	4%
Mines et Métallurgie	8%	Construction	4%
Energie	7%	Services	4%
Activités manufacturières	7%	Loisirs	3%
Transport	7%	Aéronautique/Défense	2%
Produits de consommation	6%	Finances & Investissement	2%
Ressources naturelles	6%	Technologie	2%
Chimie	5%	Santé	1%
Distribution	5%	Immobilier	1%

Source: Moody’s Investors Service. Illustration : Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières.



Allianz Global Investors France – Société Anonyme au capital de 10 159 600 euros – RCS Paris 352 820 252 – Siège Social: 20 rue Le Peletier, 75444 Paris Cedex 09 – Société de Gestion de portefeuille agréée par la Commission des Opérations de Bourse le 30 juin 1997 sous le numéro GP-97-063.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

AllianzGI France s'efforce d'utiliser des informations pertinentes, fiables et contrôlées. Toutefois, AllianzGI France ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient.

La présente publication a pour seul objet de fournir à titre d'information une perspective générale de l'environnement macro économique. Par conséquent, les informations contenues dans ce document ne sont pas constitutives d'une offre commerciale ou de conseil d'ordre juridique ou fiscal. Les opinions développées dans la présente publication reflètent le jugement actuel d'Allianz Global Investors France, celui-ci étant susceptible d'évoluer à tout moment. La présente publication ne doit pas être copiée, transmise ou distribuée à des tiers sans l'autorisation écrite préalable d'Allianz Global Investors France.

Document non contractuel.

[www.allianzgi.fr](http://www.allianzgi.fr)

Allianz Global Investors  
Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières

Hans-Jörg Naumer  
Olivier Gasquet  
Dennis Nacken  
Stefan Scheurer

Allianz Global Investors France – Société Anonyme  
20 rue Le Peletier  
75444 Paris Cedex 09