

INFORM

INFORMATIONS FINANCIÈRES
ESSENTIELLES POUR
LES CAISSES DE PENSION



OBLIGATIONS DE PREMIÈRE QUALITÉ ET OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT: AUGMENTER LE RENDEMENT ET DIMINUER LE RISQUE GRÂCE À UNE JUSTE COMBINAISON

Le néologisme «enronite» est entré dans la langue. Il s'applique à des entreprises réputées particulièrement solvables qui deviennent en l'espace de très peu de temps un fiasco financier pour les investisseurs. Est-ce une raison pour éviter de manière générale les emprunts d'entreprise? Nous pensons que non. A notre avis, les marchés ont réagi de façon trop négative et ont quelque peu perdu de vue le potentiel de rendement à long terme des emprunts d'entreprise par rapport aux emprunts d'Etat.

L'objectif poursuivi: la plus-value

Les investisseurs qui souhaitent augmenter le rendement d'un portefeuille constitué d'emprunts d'Etat doivent accepter, sous une forme ou sous une autre, les risques d'écart. Dans le domaine obligataire, il existe en principe trois possibilités d'atteindre la performance supérieure visée: par des stratégies de taux d'intérêt, des paris sur les monnaies et par les écarts de rendement entre les diverses catégories de débiteurs (stratégies de solvabilité). De nombreux gestionnaires de patrimoine tablent sur les deux premières solutions: le profil risque/rendement d'un portefeuille est modifié par rapport à l'indice de référence de manière à produire un rendement supplémentaire si un scénario de taux ou de monnaie donné venait à se réaliser. Les philosophies de placement reposent donc sur un pronostic de rendement explicitement formulé ou qui résulte implicitement de la composition du portefeuille. Or, ce pronostic est entaché d'incertitudes. Il est très difficile de pronostiquer l'évolution des taux et monnaies mieux que le marché. Jusqu'à présent, seuls quelques rares gestionnaires ont, en effet, réussi à surpasser l'indice sur la durée grâce à leur capacité à établir des prévisions.

Le risque de crédit comme ordre de grandeur

C'est pourquoi en matière de gestion obligataire, Swissca renonce généralement à des stratégies privilégiant les évaluations absolues, qui pourraient être interprétées comme des tendances, et définit sa politique de placement comme une quête de la valeur relative. Ses décisions de placement découlent essentiellement de l'observation des différents marchés, segments et instruments par rapport à l'univers de placement. Dans le domaine obligataire, Swissca se concentre sur l'analyse des différences de solvabilité et d'évaluation par rapport à un indice de référence donné. Elle s'intéresse également à l'évaluation relative des différents emprunts les uns par rapport aux autres, par secteur et dans le temps. Dans le cadre des mandats qui lui sont confiés, elle prend – en fonction de la propension au risque du client – des risques largement diversifiés et spécifiques aux entreprises car ils sont systématiquement récompensés par des rendements supérieurs. L'avantage de cette approche réside dans le fait qu'elle se passe, dans une large mesure, des prévisions de taux et de monnaies.

Écarts de rendement et fréquence des faillites

Les écarts de rendement par rapport aux emprunts d'État sont d'autant plus élevés que la solvabilité du débiteur est classée à un bas niveau. L'évaluation de la qualité de débiteurs souscrivant des emprunts est réalisée par des agences de notation («rating») telles que Moody's, Standard & Poor's et Fitch/IBCA. Celles-ci évaluent les obligations et les regroupent selon leur probabilité de faillite en appliquant des critères uniformes. Le tableau ci-dessous représente la classification de Standard & Poor's, la fréquence des faillites survenues entre 1981 et 2001 et les écarts de rendement actuels entre les catégories de débiteurs en USD et en EUR.

		Ecart de rendement actuel en %		USD	EUR	Fréquence des faillites par an en %
Titres de qualité supérieure	AAA	Première qualité		0.5	0.1	0.00
	AA	Qualité supérieure selon tous les critères		0.8	0.2	0.01
	A	Qualité supérieure à moyenne		1.5	0.7	0.05
	BBB	Qualité moyenne		2.6	1.8	0.26
Titres de qualité inférieure	BB	Qualité moyenne à inférieure		4.6	6.7	1.22
	B	Qualité inférieure – spéculative		7.0	7.7	5.96
	CC et inférieure	Mauvaise qualité				

Fréquence des faillites (1981–2001) et écarts de rendement entre les différents segments de solvabilité.

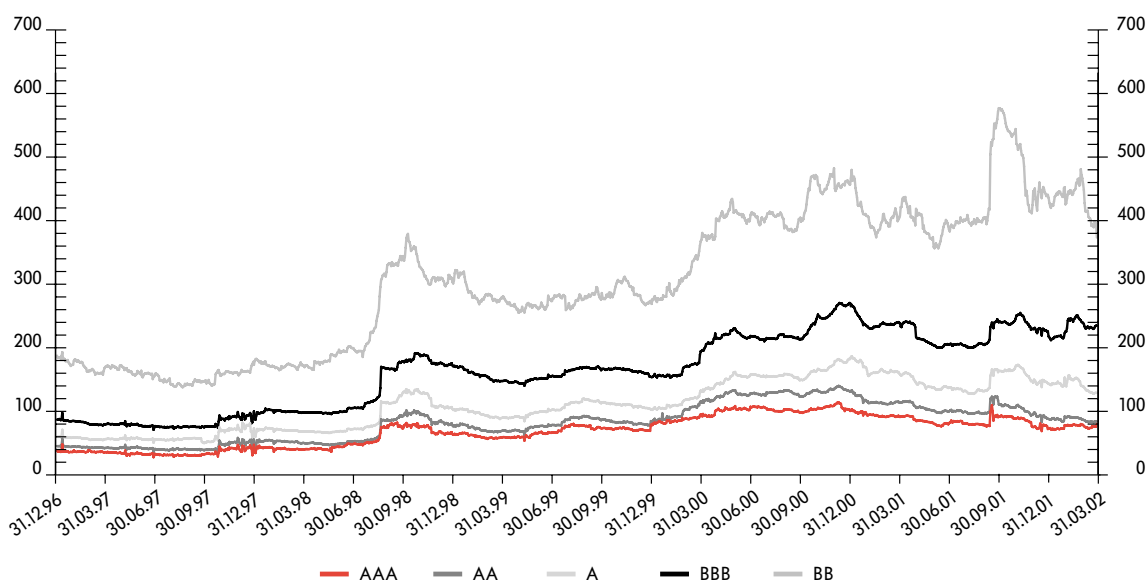
Les placements de premier ordre (AAA à BBB) présentent une probabilité d'insolvabilité extrêmement faible de l'ordre de fractions d'un pour cent. Une fréquence de faillite d'emprunts A de 0,05% par an signifie qu'en moyenne cinq entreprises par an ont fait faillite sur les 10 000 classées dans la catégorie A.

Compte tenu de cette probabilité relativement faible, il paraît peu judicieux de vouloir rechercher minutieusement les candidats à la faillite. Une large diversification suffit à limiter un dommage dont la probabilité de réalisation est très faible. La situation est tout autre en ce qui concerne les titres de qualité inférieure (BB et inférieure). Dans ce domaine, il est en effet plus prudent de regarder de très près les emprunts avant de les intégrer dans le portefeuille. La probabilité de faillite ou de défaillance est tout de même de 1% dans la catégorie BB. Une sélection rigoureuse des débiteurs permet cependant de réduire considérablement la probabilité de défaillance. Si malgré tout des erreurs d'appréciation venaient à être commises, l'écart de rendement par rapport aux emprunts d'État offre une sécurité considérable. Des travaux de recherche récents montrent d'ailleurs que le rendement supplémentaire des emprunts d'entreprise couvre bien plus que le seul risque de faillite. Seuls 20% environ de ce rendement doivent en effet être considérés comme une indemnisation du risque précité; le reste, autrement dit la plus importante part, compense la négociabilité limitée et les caractéristiques spécifiques aux conditions d'emprunt.

Les primes de risque: une composante du rendement

Swissca est d'avis que des objectifs de rendement ambitieux peuvent être poursuivis en exploitant les soi-disant écarts de rendement ou primes de risque. Il est possible de formuler des pronostics beaucoup plus sûrs en ce qui concerne l'évolution des écarts de rendement entre les différentes catégories de solvabilité que pour les taux et les monnaies. Certes, les primes de risque peuvent fluctuer considérablement. Rattachées aux catégories de débiteurs et observées sur le long terme, les primes de risque se révèlent cependant relativement stables toutes catégories de débiteurs confondues. Elles se rapprochent, en effet, toujours d'une valeur moyenne («mean reversion»). Le graphique ci-dessous montre les écarts de rendement de diverses catégories (de solvabilité) d'emprunts d'entreprises américaines par rapport aux emprunts d'État américains depuis 1996. Les emprunts européens présentent une configuration similaire.

Différences de taux par rapport aux emprunts d'Etat en points de base (E.-U.)



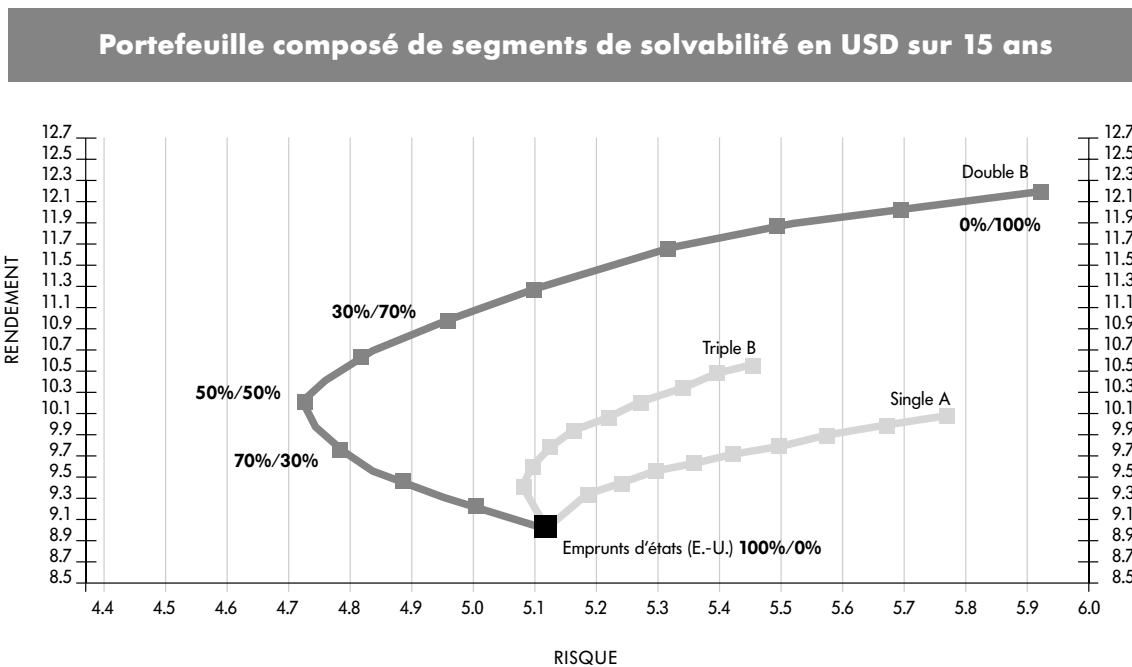
Des analyses effectuées avec des indices de Lehman sur différentes périodes (1983–2001, 1985–2001, 1990–2001 et 1995–2001) pour des placements réalisés dans le segment américain à haut rendement ont donné des résultats intéressants. Le segment BB a ainsi enregistré le rendement le plus élevé pour un risque parallèlement le plus bas. Dans la période comprise entre juillet 1983 et octobre 2001 par exemple, le rendement a été de 12,2% et le risque de 5,9% par an. Venait ensuite le segment BBB (10,5%/6,0%). L'indice consolidé des titres à haut rendement, qui englobe également les qualités les plus mauvaises, avançait tout juste le segment B (9,4%/8,2%) avec 9,8%/7,9%. La catégorie de solvabilité CCC enregistrait un rendement global nettement inférieur (5,7%) tandis que le risque grimpa parallèlement à 12,8%. Dans la même période, les indices des emprunts d'Etat américains enregistraient un rendement annuel de 9,7%. Nous estimons que ces pics historiques ne seront plus atteints dans les années à venir. Mais les primes de risque devraient continuer à se situer dans la moyenne à long terme.

Placements à haut rendement pour caisses de retraite

Les obligations à haut rendement, dénommées High Yield ou Junk Bonds, vont de pair avec un risque élevé. Elles sont donc attribuées au segment des titres de qualité inférieure. Les règlements en matière de placements des caisses de retraite les excluent souvent comme véhicules de placement. Dans le cas d'un placement individuel, cette mesure est tout à fait judicieuse. Une conception plus nuancée est cependant de mise lorsqu'il s'agit d'un portefeuille largement diversifié de placements à haut rendement. Il est alors possible de se référer à la théorie de gestion des portefeuilles qui stipule que ce n'est pas le risque individuel d'un placement qui décide de son intégration dans un portefeuille, mais sa contribution au risque et au rendement du portefeuille global. C'est en se basant sur cet aspect que Moody's a réalisé au cours de ces dernières années une évaluation de la qualité de divers fonds obligataires. En généralisant quelque peu tout en restant dans le même ordre d'idée, il ressort de cette analyse que les portefeuilles globaux doivent être classés à un niveau de qualité supérieur à celui suggéré par les notations des différentes positions. Un portefeuille d'emprunts A très diversifié peut ainsi être associé au minimum à une notation de crédit AA. Cette assertion repose sur la constatation selon laquelle les placements – notamment dans les catégories de débiteurs inférieures – ne réagissent pas tous de la même manière. Le degré de corrélation d'une position individuelle par rapport aux autres investissements contenus dans le portefeuille diffère plus ou moins fortement. La corrélation entre les emprunts attribués aux catégories de débiteurs égales ou supérieures à AA est très positive. En effet, ces emprunts ne sont exposés pour l'essentiel qu'aux risques de taux (identiques pour tous). Les risques de crédit dominent dans les qualités de débiteurs inférieures à très inférieures. Les débiteurs individuels sont peu sensibles aux variations des taux d'intérêt. Ils réagissent par contre d'autant plus fortement aux changements d'évaluation de la solvabilité. La corrélation entre eux et par rapport aux débiteurs individuels des catégories plus élevées à supérieures est relativement faible. Il est assez difficile d'estimer les corrélations (escomptées) et, partant, de formuler des avis sur la qualité (future) du portefeuille, notamment en ce qui concerne les placements dans les catégories inférieures de qualité. Ce problème peut être cependant résolu par une large diversification des secteurs et des différents débiteurs, de telle sorte à garantir l'obtention du risque global visé.

Prise en compte indispensable de la propension au risque

Il ne faut pas oublier que les placements à haut rendement présentent un risque supérieur aux placements de première qualité. Aussi, une caisse de retraite ne devrait-elle investir qu'une partie de ses fonds dans des titres de qualité inférieure. Dans ce domaine et compte tenu des résultats précédemment indiqués, nous conseillons de se limiter aux catégories BB+ à BB-. En complément d'un fonds de débiteurs de première qualité, un investissement dans un placement collectif très diversifié misant principalement sur le segment BB, est compatible pour de nombreuses caisses de retraite, avec le principe d'une politique de placement raisonnable (mot-clé: Prudent Expert Rule). Souvent, ce placement serait même indiqué du fait même de cette règle. En effet, la théorie de gestion des portefeuilles s'applique également aux combinaisons de deux, voire de plusieurs fonds. Ce n'est pas le risque du placement unique – dans le cas présent d'un placement collectif – qui est déterminant, mais la contribution au risque et au rendement du portefeuille global. La répartition avisée d'un portefeuille en obligations de haute qualité et en obligations à haut rendement peut se solder par un rendement supérieur pour un risque parallèlement inférieur. Cette assertion est illustrée par le graphique ci-dessous. La combinaison d'emprunts d'Etat (70%) et d'emprunts BB (30%), par exemple, a permis de réaliser sur les quinze années retenues un rendement nettement supérieur, associé à un risque inférieur, par rapport à un portefeuille d'obligations d'Etat pur.



Source: Ibbotson/calculs propres

Avantages et inconvénients des stratégies de solvabilité recourant aux emprunts d'entreprise

Les portefeuilles constitués d'emprunts d'entreprise procurent des avantages importants:

- Les rendements sont supérieurs, en moyenne et à long terme, à ceux des emprunts d'État à condition que le risque, par rapport au portefeuille du marché, soit contrôlé par des professionnels dans ses moindres aspects.
- Le risque d'insolvabilité encouru est systématiquement indemnisé.
- La juste combinaison de diverses catégories de notation ou de branches, secteurs, durées et titres augmente le potentiel de rendement et diminue le risque auquel le portefeuille peut se voir exposé.
- La différence de risque de faillite des emprunts entre les différentes catégories est surestimée; l'investisseur informé peut en profiter.
- Il n'est pas nécessaire de pronostiquer le sens des fluctuations des taux et/ou des monnaies.

Les inconvénients des emprunts d'entreprise sont les suivants:

- En période de pré-récession, l'écart entre le taux des emprunts d'entreprise et celui des emprunts d'État se creuse en raison du déplacement des capitaux vers les titres de qualité (effet «flight-to-quality»). Il peut en résulter une sous-performance temporaire par rapport à un portefeuille d'emprunts d'État.
- Dans les périodes de recrudescence des faillites, on ne s'intéresse souvent qu'aux titres individuels et on peut donc craindre que la perspective du portefeuille global ne soit perdue de vue.
- Les activités de contrôle sont plus importantes.
- La gestion de portefeuilles constitués uniquement d'obligations d'entreprises est plus complexe que celle des portefeuilles d'emprunts d'État purs; les frais de gestion sont donc plus élevés.

En résumé, les stratégies de solvabilité assorties d'un contrôle du risque génèrent sur la durée une plus-value due aux écarts de rendement et diminuent parallèlement le risque d'un portefeuille obligataire global, pour peu que les obligations soient combinées à des emprunts d'État. Il n'en reste pas moins qu'une caisse de retraite devra toujours tenir compte de sa propension au risque au moment de déterminer la composition de son portefeuille.

Editeur
Rédaction
Auteur
Parution
Abonnement et commande
d'exemplaires

Swissca Portfolio Management SA, Waisenhausstrasse 2, 8023 Zurich
Markus Wirth, tél. 01 225 39 21
Paul Winiger
Trimestrielle
Tél. 01 225 39 00, pmg@swissca.ch