

L'AGEFIHEBDO

L'Agefi Hebdo

Economie & Finance, jeudi, 1 février 2007, p. 16

L'analyse de... Jean-François Boulier, responsable de la gestion taux euro et crédit de **Crédit Agricole Asset Management**
"Goodbye boring bonds"

Les marchés de capitaux connaissent un développement sans précédent, sur fond d'une économie mondiale en croissance et de faible inflation. « Mauvais signe », commenteraient des observateurs trop pressés de fustiger le crédit, les dangers de la dette en général et de l'effet de levier en particulier.

Pourtant, force est de constater que l'an dernier, sur le marché américain leader, le stock de capital coté s'est contracté d'environ 4 %, suite aux rachats de titres, alors que les marchés de dette ont connu une croissance soutenue, à deux chiffres dans certains secteurs comme les leveraged loans ou les titres hybrides.

Ce nouvel équilibre en faveur des instruments de dette est-il stable ? Quels sont les facteurs qui concourent à créer un tel développement ? Ces tendances sont-elles durables et quelles peuvent être les menaces qui pèsent sur cette dynamique ?

L'évolution des marchés de dette reflète les fondamentaux économiques, mais aussi la composante croissante des dettes de marché dans le financement de l'économie. Et comme tout marché est la rencontre d'un vendeur et d'un acheteur, c'est le haut niveau d'épargne et son investissement qui sont le pendant de cette croissance. La tendance des agrégats de crédit, le développement du crédit à la consommation dans le monde et les facteurs renforçant la capacité à emprunter... sont des données connues. En revanche, les composantes de la demande de titres sont parfois moins bien cernées.

Tout d'abord, c'est en Europe et en Asie que l'épargne abonde, ce qui engendre un fort besoin de financement aux Etats-Unis. Or, les institutions financières dominantes en Europe sont des compagnies d'assurances et, en Asie, des réserves de banques centrales ou d'Etat. Leur allocation fait la part belle aux obligations, sans doute proche des 75 %, alors que les fonds de pension américains ont traditionnellement une référence de 40 % en taux et 60 % en actions. En outre, les cadres réglementaires et comptables amènent ces institutions à gérer leur bilan, selon une approche actif-passif, soutenant la demande de titres obligataires, surtout de très longues maturités. Les effets démographiques, désormais très sensibles sur la quantité d'épargne, vont ainsi se manifester sur ce type de véhicules, en particulier pour générer des flux de complément de revenu ou de retraite.

A ces facteurs structurels d'équilibre du marché s'ajoute une prodigieuse dynamique d'innovation en provenance des intermédiaires financiers, qui s'appuient sur les nouveaux produits pour accroître leur pénétration dans de nouveaux pays ou segments de clientèle. Ces stratégies de spécialisation bénéficient toutes de la mondialisation. En effet, soit les marchés se globalisent, soit une fois globalisés, ils ont une taille suffisante pour générer de nouveaux produits. L'histoire du marché de l'euro fournit un exemple très instructif. Ainsi, les obligations indexées sur l'inflation, les titres émis par les entreprises, titres hybrides, la titrisation de crédits hypothécaires ou à la consommation... ont été considérablement étendus dans les marchés développés. La dette des entreprises des pays émergents a connu un essor remarquable, prémice du boom à venir pour financer des besoins d'infrastructure gigantesques. Les acteurs des marchés ont su développer en parallèle les instruments dérivés comme les swaps d'inflation et, surtout, les credit default sur swaps, marché né il y a dix ans et représentant un volume de 26.000 milliards de dollars. Ces instruments ont rendu possible de nouvelles stratégies d'investissement plus sélectives, voire « long-short », inaccessibles auparavant.

Témoin des bénéfices de cette évolution, l'envolée des produits structurés de crédit (CDO...) qui s'accroît tous les ans, et dont les montants dépassent ceux des hedge funds. Ces produits s'apparentent à des titres obligataires et sont émis par des structures ad hoc qui détiennent des obligations ou utilisent des produits dérivés de crédit (CDS...).

Le développement des marchés de dette reflète des besoins de financement d'une économie en croissance et des besoins d'investissement davantage orientés vers des titres générant des flux et du rendement additionnel aux obligations d'Etat. Les évolutions, démographiques dans des pays développés, et économiques dans des pays émergents, pourraient soutenir, voire renforcer, cette tendance. Sans analystes crédit spécialisés, sans structuration efficace, ce boom de la dette serait sans doute dangereux. L'innovation dans les produits et instruments dérivés de dette constitue, de ce fait, une opportunité sans précédent pour les acteurs les plus dynamiques de ce marché. n

© 2007 L'Agefi - Hebdo. Tous droits réservés.

Numéro de document : news-20070201-GH-1000014

PUBLI-C news-20070201-GH-1000014

Ce certificat est émis à **SITPI** à des fins de visualisation personnelle et temporaire.

Date de fin : **2007-02-02**

Le présent document est protégé par les lois et conventions internationales sur le droit d'auteur et son utilisation est régie par ces lois et conventions.