

CLÉS POUR LE MARCHÉ par Olivier Davanne et Thierry Pujol

Obligations d'entreprises ou actions?

Chaque mois, Enjeux donne la parole à deux spécialistes de DPA Conseil, qui analysent la stratégie patrimoniale à adopter par les particuliers qui souhaitent investir sur les marchés financiers.

Le fonds de portefeuille d'un investisseur prudent est constitué en général d'obligations sans risque émises par les gouvernements. Pour en « doper » le rendement, on peut y injecter une dose d'actions. Mais aussi acheter des obligations émises par les entreprises. Celles-ci doivent en effet payer une « surprime » par rapport aux taux auxquels sont émises les obligations d'Etat. Ce « spread » rémunère le

risque pour l'investisseur de n'être pas remboursé ou seulement en partie en cas de faillite de l'entreprise.

Aujourd'hui, les spreads démarrent à 0,4% par an, voire moins, pour les entreprises jugées les plus sûres, telles que TotalFinaElf ou Carrefour, et peut monter à 15% par an ou plus pour des entreprises en grande difficulté, comme Marconi, star déchue de l'électronique. Avec l'éclatement de la bulle boursière, cette prime de rendement a fortement augmenté au cours des trois dernières années. Pour certaines entreprises en bonne situation financière – comme Saint-Gobain, notées A par les agences de rating internationales –, elle se situe maintenant autour de 1% en Europe et un peu plus aux Etats-Unis. Une entreprise comme France Telecom, récemment « dégradée » par les agences de notation, doit maintenant offrir plus de 1,5% par an en plus du taux des obligations d'Etat. Outre-Atlantique, sur les trente dernières années, les « spreads » ont rarement été aussi « généreux » (voir graphique).



La « prime de rendement » offerte par les obligations des entreprises américaines n'a que rarement dépassé les niveaux actuels.

Une prime de rendement de 1% par an relativement aux obligations d'Etat paraît largement suffisante pour couvrir en moyenne le risque de faillite des entreprises concernées. Sur la prochaine décennie, le surcroît de rémunération atteint 10%, et sauf séisme économique, on imagine mal que, sur cette période, 10% des entreprises considérées aujourd'hui comme très solides fassent faillite. Sur une décennie normale, le taux de défaillance de ces entreprises est d'ailleurs plutôt de l'ordre d'une sur 70! L'investisseur à long terme a donc peu de risques d'être perdant s'il investit sur les obligations d'entreprises aux conditions de spread actuelles.

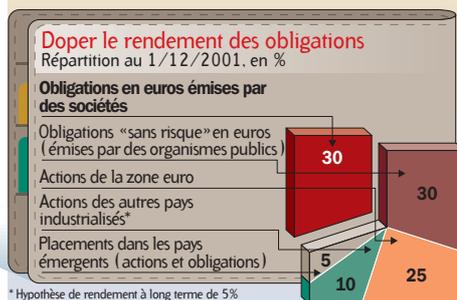
Il fait même une meilleure affaire qu'en achetant des actions, aux Etats-Unis en particulier, où celles-ci sont toujours relativement chères. D'après nos estimations (voir

www.dpaconseil.com), l'investisseur à long terme ne devrait pas nourrir d'espoirs de gains très élevés. En Europe, le diagnostic est plus difficile. Le marché des actions semble moins surévalué. L'investisseur qui les achète peut espérer faire mieux qu'avec des obligations. Mais dans une situation où des ténors de la cote ont connu de fortes fluctuations (France Telecom, Alcatel, Deutsche Bank...), c'est au prix d'un risque incomparablement plus élevé. Au

total, l'investisseur – très prudent ou dont l'horizon de placement n'est pas très long –, qui, dans l'espoir de gains plus élevés, veut commencer à accroître le risque de son portefeuille, peut miser sur les obligations émises par les entreprises. Mais qu'il n'en attende pas de miracles. A long terme, le rendement se gagne sur le marché des actions!

VOTRE PORTEFEUILLE

Privilégier l'industrie



Compte tenu du niveau élevé des « spreads » sur les obligations émises par les entreprises, notre portefeuille de référence surpondère leur part dans le portefeuille (30% des placements, soit plus que la part accordée aux actions de la zone euro, respectivement 25%). Pour un particulier, le choix des entreprises sur lesquelles il prend un risque de « crédit » est difficile. Les obligations bancaires sont souvent peu attractives, car les établissements de crédit utilisent leur réseau pour placer leurs obligations auprès d'une clientèle un peu captive. Les obligations « corporate » du secteur privé (Saint-Gobain, LVMH...) sont donc à privilégier. Des Sicav dédiées au crédit

permettent au particulier de diversifier ses investissements et de bénéficier de l'expertise de professionnels. Malheureusement, contrairement aux Etats-Unis, l'offre dans ce domaine reste encore assez réduite en France. Ce portefeuille s'adresse à des investisseurs ayant un horizon de placement d'environ dix ans, et une « audace » moyenne. Il est construit selon une approche dite « fondamentale », où la part des placements dépend surtout des perspectives de rendement dans la durée. On trouvera sur le site www.dpaconseil.com des précisions sur les différents styles de gestion ainsi que sur la construction de ce portefeuille de référence.

* Hypothèse de rendement à long terme de 5%