

Le benchmark nouveau est arrivé



Le remplacement de benchmark décidé le 6 janvier sur le marché des obligations belges fournit l'occasion de préciser quelques concepts afin d'analyser les conséquences de cette mise à jour.

Taux actuariel. Il est défini ainsi: la somme des valeurs actuelles des flux futurs d'une obligation (coupon et valeur de remboursement) calculées selon ce taux est égale au prix. Exemple: une obligation de coupon 8 BEF, remboursée dans 10 ans (maturité 10 ans) et dont le prix est égal à 114,72 BEF, a un taux actuariel de 6%. Cela signifie que si tous les coupons sont placés à 6% depuis leur échéance jusqu'à la date de remboursement, le rendement obtenu en achetant l'obligation au prix de 114,72 BEF est aussi égal à 6%. Le taux actuariel est donc un concept ambigu: il n'est jamais un taux de rendement pour le souscripteur, sauf le cas particulier où les coupons sont réinvestis au même taux. A noter que pour l'émetteur, la question du réinvestissement des coupons ne se pose pas: pour ce dernier, le taux actuariel est bien un taux de rendement ou, plus précisément, un taux d'emprunt.

Biais dû au coupon. Le taux actuariel dépend essentiellement de la maturité mais présente une autre ambiguïté. Deux obligations de mêmes caractéristiques (même échéance des coupons, même maturité) mais de coupons différents affichent normalement un prix différent et, ce qui revient au même, un taux actuariel différent. Exemple: aux conditions actuelles du marché, si une obligation de coupon 8 BEF remboursée dans 10 ans a un taux actuariel de 6%, une obligation de coupon 6 BEF mais dont toutes les autres caractéristiques sont identiques a un taux actuariel de l'ordre de 6,06%. Le biais dû au coupon — 0,06%, soit 6 points de base dans notre exemple — n'est pas nécessairement négligeable. Ce biais dépend notamment des taux «zéro».

Taux zéro. Appelé aussi taux «spot» ou encore taux pur, c'est le taux d'intérêt — variable selon l'échéance — qui permet de calculer la valeur actuelle de chaque flux futur. Exempt des ambiguïtés liées au réinvestissement des flux intermédiaires et au biais coupon, le taux zéro constitue la véritable mesure du prix du temps et est un outil indispensable de l'analyse obligataire. Les obligations à coupon zéro fournissent directement les taux zéro pour les durées égales à celles des titres en question. Mais le marché de ces obligations est peu fourni de sorte que les taux zéro doivent être calculés à partir des prix ou des taux actuariels des obligations couponnées. La suite des taux zéro d'un marché d'obligations couponnées ne coïncide d'ailleurs pas nécessairement avec celle d'un marché d'obligations à coupon zéro. En réalité, le calcul des taux zéro, comme celui des taux actuariels, se conçoit dans un portefeuille homogène

d'obligations dont les coupons sont suffisamment proches.

Benchmark. C'est une obligation de référence choisie par les acteurs du marché pour caractériser ce dernier et le comparer aux marchés des autres pays sur la base du taux actuariel. La comparaison d'un benchmark avec ses homologues étrangers ne peut donc prendre toute sa signification que si les maturités et les coupons sont très voisins. En Belgique, l'OLO de coupon 7 BEF remboursable le 15 mai 2006 vient d'être remplacée comme benchmark à 10 ans par l'OLO de coupon 6,25 BEF remboursable le 28 mars 2007. Ce remplacement comporté les effets suivants:

a) Effet «maturité». Au moment du remplacement, la maturité du benchmark augmente brutalement de 10,5 mois, ce qui représente une hausse de taux actuariel de l'ordre de 10 points de base:

b) Effet «coupon». Le biais coupon dépend notamment des taux zéro, avons-nous dit. Pour une maturité donnée, des sondages numériques ont montré que le biais coupon est sensiblement proportionnel à l'écart entre taux à 10 ans et taux à 1 an et à la différence de coupon: pour une maturité de 10 ans, si l'écart de taux est d'environ 3%, le biais coupon est de l'ordre de 3 points de base pour une diminution de coupon égale à 1 BEF. Le remplacement d'un benchmark de coupon 7 BEF par un benchmark de coupon 6,25 BEF provoque donc une augmentation de taux actuariel de l'ordre de $0,75 \times 3 = 2$ points de base. Au total, le remplacement du benchmark provoque une augmentation de taux actuariel de l'ordre de 13 points de base.

Le remplacement du benchmark belge: pour éviter un spread OLO/Bund trop faible? Pour les

mêmes raisons, un remplacement du benchmark allemand sans remplacement simultané du benchmark belge aurait pu avoir pour effet de réduire fortement le spread OLO/Bund, qui était de 10 points de base avant la modification. On peut donc supposer que c'est le remplacement du benchmark allemand qui a provoqué le remplacement simultané du benchmark belge à l'initiative de quelques acteurs du marché, dont Alexandre de Groote (Petercam Institutional Bonds). En fait, le remplacement du benchmark allemand ne semble pas avoir modifié son taux actuariel, de sorte que le remplacement du benchmark belge a propulsé le spread à plus de 20 points de base.

Conclusions. Un remplacement de benchmark provoque généralement une augmentation de taux actuariel due à l'extension de la maturité: cette augmentation est amplifiée en cas de diminution du coupon de l'obligation de référence. Si les remplacements de benchmark sur les marchés nationaux ne sont pas synchrones, le spread peut s'en trouver fortement modifié. En raison de ses ambiguïtés, on peut se demander si, plutôt que le taux actuariel du benchmark, le taux zéro ne constituerait pas un outil de comparaison plus stable et plus pertinent. Certes, l'extraction de la gamme des taux zéro à partir des prix ou des taux actuariels est un problème complexe dont la solution n'est pas univoque, mais des méthodes ont été proposées qui fournissent des résultats corrects. Entre-temps, peut-on émettre le souhait de trouver périodiquement dans la presse financière, outre les taux actuariels des benchmark, leurs autres caractéristiques principales que sont le coupon et la maturité, de manière à permettre une comparaison moins superficielle?