

## OBLIGATION À HAUT RENDEMENT

# «La baisse de l'écart de rendement est attendue à 10-12% l'année prochaine»

Le recul des dernières années de l'apport de fonds au marché européen du high yield réduira les taux de défaut de paiement, ce qui augmentera les profits.

THOMAS THÖNI  
À ZÜRICH

Les emprunts des entreprises ne jouissant pas d'une assez bonne santé financière pour recevoir la notification «investment grade», soit BBB, Baa3 selon S&P ou Moody's, connaissent actuellement une prime de risque de 18% plus élevée par rapport à des obligations sans risque. «Nous pensons que ce pourcentage historique s'abaissera à 10-12% en 2009, pour autant que la récession soit normalisée, ce qui permettra d'atteindre un rendement annuel entre 17,2% et 23,6% par an avec un taux de défaut de paiement passant de 0,6% actuellement à 7-8% prochainement», a aussi expliqué mercredi Sandro Naef, un des gérants des 408 millions d'euros (597 millions de francs) du fonds Nordea 1 European high yield bond fund. Soulignant que le taux de défaut de paiement constitue le plus important facteur déterminant les profi-

fits à espérer de ces obligations risquées, le co-responsable du fonds de la banque suédoise a indiqué que le marché européen des «high yield bonds» s'est rétracté depuis 2005, le financement des rachats d'entreprises ayant été assuré par les emprunts à levier. Comme statistiquement le risque de défaut de paiement d'une entreprise augmente trois ans après qu'elle a émis une obligation à haut rendement, ce premier va diminuer les deux prochaines années du fait de la contraction de ce marché. Contrairement à d'autres classes d'actifs, ces obligations peuvent s'appuyer sur les données «sûres» du taux de défaut, mesuré régulièrement, et non pas sur des «sentiments».

## Taux de faillite à la hausse

Moody's s'attend pourtant à ce qu'il augmente d'autour de 2,5% actuellement, à plus de 7,4% d'ici à la fin d'août 2009. La qualité du crédit va jouer ici un rôle négatif, à l'inverse, sur le taux de défaut,

le ratio de levier (dette sur EBITDA) ayant recommencé à augmenter depuis 2003 pour atteindre 5 fois le bénéfice opérationnel des entreprises en 2007, contre près de 9 fois en 1988.

Malgré ce retournement attendu de la situation, le revenu de ce

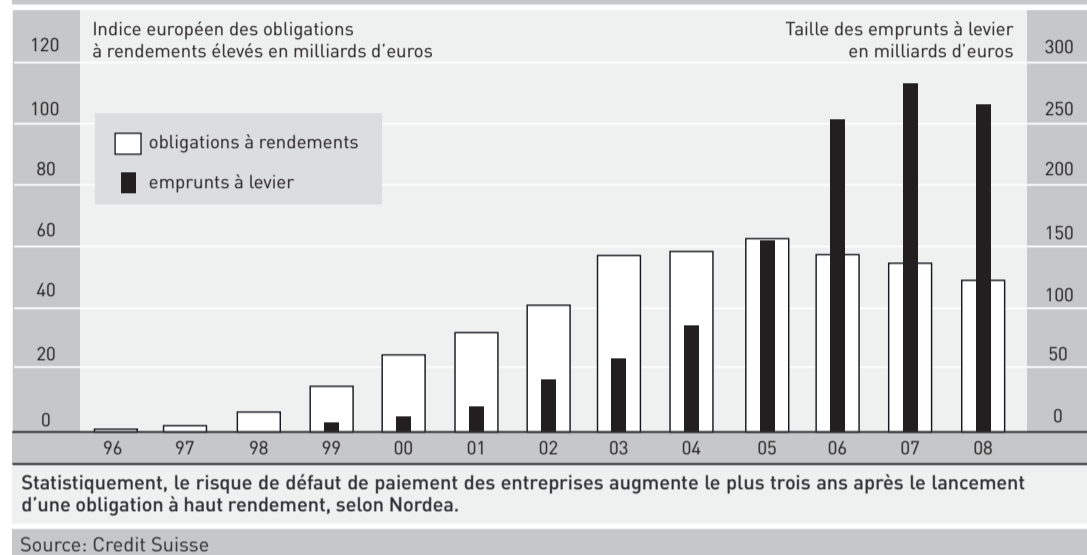
fonds de Nordea spécialisé dans les emprunts à risque des entreprises, et qui compte parmi ses clients deux tiers d'investisseurs institutionnels a chuté de 31,7% sur une année jusqu'à mardi passé, battant pourtant de 3,03% sur une année à fin septembre

son indice de référence, le Merrill Lynch European currency high yield constrained index. «Nous avons aussi souffert de la situation des marchés financiers, qui met toujours sous pression le refinancement des entreprises», a précisé Sandro Naef, qui

ne s'est pas dit naïf sur l'effet des actions des banques centrales. Le gérant a pourtant reconnu que «déjà tellement de nouvelles négatives ont été intégrées dans les prix des actifs actuellement, que nous n'allons pas encore attendre trois mois avant d'avoir investi toutes nos liquidités». En Suisse, le fonds Nordea, qui compte en tout entre 40 et 80 positions, a choisi d'acheter les obligations de Cablecom et celles du vendeur d'emballages pour l'alimentation SIG. Il est très positif sur les valeurs dans la télécommunication, elles qui sont sorties aguerries de l'explosion de la bulle dot-com, cette position lui procurant un rendement de 12 à 13%, le même pourcentage qu'auprès de SIG. Sandro Naef ne pense pas que les marchés européens ont réagi avec retard sur ceux des Etats-Unis et qu'ils souffriront d'un effet retardé de la crise financière.

[t.thoeni@agefi.com]

## LA BAISSÉ DE L'AFFLUX DE FONDS RÉDUIRA LE TAUX DE DÉFAUT DE PAIEMENT



## Succès pour l'emprunt obligataire d'HBOS Le marché obligataire européen recule

La banque britannique HBOS, en cours de rapprochement avec sa concurrente Lloyds TSB, a annoncé mercredi avoir émis avec succès son premier emprunt obligataire bénéficiant de la garantie gouvernementale, d'un

montant de 3 milliards d'euros et à maturité de deux ans. Le placement a suscité une demande de 4,5 milliards d'euros, et a donc été sursouscrite, avec un taux d'intérêt (midswap plus 20 points de base) qui a légèrement

dépassé celui d'une émission similaire effectuée la semaine dernière par Barclays. L'émission a été pilotée conjointement par BNP Paribas et Barclays, HSBC et Lloyds TSB, a précisé HBOS. - (afp)

Les taux longs européens se tendaient hier, le marché obligataire pâtissant du rebond des Bourses. A 16H00 GMT, le rendement du Bund allemand à 10 ans montait à 3,789% contre 3,740% mardi, tandis que celui de l'OAT

française se tendait à 4,136% contre 4,050%. Les marchés actions semblent retrouver les faveurs des investisseurs, les places boursières connaissant hier des séances euphoriques marquées par des volumes d'échan-

ges soutenus. Sur le marché britannique, le taux du Gilt à 10 ans se tendait à 4,401% contre 4,391% mardi. Aux Etats-Unis, le rendement du bon du Trésor à 10 ans est monté légèrement à 3,830%. - (afp)

## LA SEMAINE À EUREX

# Volonté coordonnée pour redimensionner totalement l'industrie de la finance à levier

Jamais dans le passé, une crise n'a donné lieu à une réponse aussi disciplinée et systématique. Nous sommes très loin des erreurs tragiques de 1929.

NICOLAS BARILE\*

Lorsque le pays qui dispose momentanément de la monnaie la plus recherchée au monde voit son marché des actions toucher un plus bas de plus de 26 ans, alors on peut être certain que cette monnaie n'a pas grand-chose à offrir à long terme. C'est exactement ce qui vient de se produire sur le yen japonais suivi de près par le franc suisse. Il est évident que ce ne sont pas leurs atouts de monnaie refuge qui ont permis aux devises respectives de ces deux pays de se distinguer aussi nettement. Il s'agit clairement des conséquences de l'accumulation sur plusieurs années de stratégies de carry trade toujours plus intrépides et de leur liquidation forcée parfois dans une pagaille indescriptible. Ce qui nous a tout d'abord étonnés a été la quasi non réaction des pays concernés par l'évolution rapide des devises concernées par le bouclage des opérations en difficulté. Mais après coup, il semble évident qu'après la mobilisation générale des institutions et des gouvernants pour solidifier le système bancaire international, la situation sur les devises ne pouvait pas rester sans réponses.

S'il y a eu mutisme et laisser faire sur ce front pendant de très longs jours, c'est que le résultat de ces mouvements de devises étaient en fait recherchés. Nous pensons en effet qu'après l'engagement des banques centrales et des gouvernements de mettre des milliers de milliards de dollars à disposition du système, il ne pouvait être question de laisser les choses reprendre le même cheminement une fois l'économie réelle sortie d'affaire. Comme il est plus simple de laisser faire le travail par les forces du marché plutôt que de légiférer, il faut voir dans la flambée du yen et du franc suisse la volonté coordonnée de mettre un terme à toutes ces stratégies plus ou moins sophistiquées de finance à levier.

## Une réduction accélérée et voulue du levier

Ce que l'on a voulu atteindre et de manière concertée, c'est une réduction accélérée du levier de la part de l'industrie financière concernée. D'un côté, les instruments de placement collectif à levier et de l'autre, une industrie en pleine expansion liée à un financement que nous qualifions de folklorique de l'immobilier Est-européen, en particulier,

Ce n'est pas par hasard que la Hongrie est en difficulté et que le franc suisse flambe. Une fois le résultat obtenu, nous avons entendu les premières déclarations du G7 sur la problématique des changes, à partir de ce lundi. Aucune intervention isolée d'aucun de ces pays n'a eu lieu, encore moins du Japon, le premier concerné par cette évolution douloureuse pour l'économie réelle du pays. Cette passivité apparente des autorités japonaises en dit long sur la détermination et la coordination des pays de la zone dollar, euro et yen. Jamais dans le passé, une crise n'a donné lieu à une réponse aussi disciplinée, systématique et coordonnée. Nous sommes très loin des erreurs tragiques de 1929 où le chacun pour soi et les mauvaises décisions économiques ainsi que les guerres commerciales ont précipité la planète dans une dépression historique.

## La volatilité implicite moyenne à un record historique

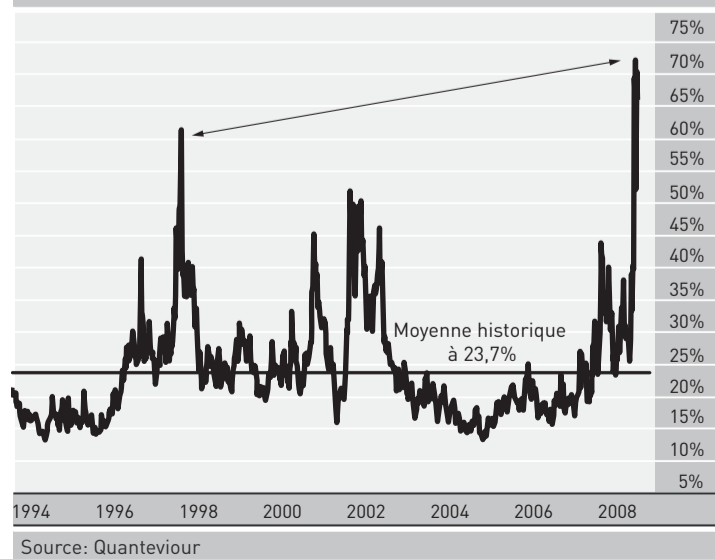
Au cours de cette quinzaine historique où le deleverage a été l'objectif à atteindre, les dégâts collatéraux ont été immenses. Tous les actifs ont été concernés et le plus liquide en particulier,

à savoir le marché des actions. Des acteurs professionnels pris dans un effet de ciseaux dévastateur ont été contraints de vendre à n'importe quel prix. Même les sociétés qui avaient le mieux résisté ont fini par craquer. La volatilité implicite moyenne du marché suisse, pourtant constitué des colosses que sont Roche, Novartis et Nestlé a fini par atteindre le record historique de 72%. Nous ne mentionnerons même pas les situations particulières où le concept même de la volatilité implicite ne veut

plus rien dire puisque des chiffres de 200 ou 300% ont été visibles sur plusieurs sous-jacents européens. A ce tarif, cela voulait simplement dire qu'une société donnée avait plus que toutes les chances de faire faillite dans un délai de mois d'un an. Le prix du hedging était prohibitif et pourtant les volumes ont été très élevés jusqu'à moins de 10 jours pour finir par devenir médiocres dans les dernières heures. Ainsi, la capitalisation des contrats échangés sur les seules options EuroStoxx50 ont atteint

l'extrême absolu de 499 milliards sur une base hebdomadaire pour revenir cette semaine à 292. La très grande partie des transactions a été dévolue aux options sur indice. Le spectre d'une baisse sans fin a donné lieu à une avalanche de transactions sur les puts des différents indices avec pour le SMI un rapport calls/puts de 0.58. Tous nos paramètres sont dans la zone du vert aveuglant. Il est évident que nous ne pouvons que recommander de ne pas céder à la panique alors que les grandes manœuvres sont presque terminées et que les effets positifs des interventions coordonnées de solidification et de relance de l'économie vont peu à peu faire sentir leurs effets. Si l'on est investi, il faut sagement garder ses engagements. Et si l'on est, par chance, encore très liquide et que l'on a réussi à résister à toutes les sirènes des soldes les plus invraisemblables auxquels nous avons eu l'occasion d'assister, alors, il va de soit que l'on peut acheter des titres parfois à moins de 4-5 fois les bénéfices, pour la première fois depuis plusieurs générations.

## VOLATILITÉ IMPLICITE MOYENNE DU MARCHÉ SUISSE



QUANTEVIOUR, Lausanne  
info@quantevioeur.ch