

Un excellent signal pour la dette de l'Argentine

OBLIGATAIRE. Le retour sur le marché s'est bien déroulé avec une sursouscription impressionnante. Mais surtout la valeur de marché des obligations s'inscrit déjà en hausse sensible.

GIANNI PUGLIESE*

La semaine a été marquée par le retour de l'Argentine sur le marché des capitaux après 15 ans d'absence et un défaut sur \$95 mds de dette en 2001. Le pays voulait lever \$15 mds sur 4 maturités étalées entre 3, 5, 10 et 30 ans. Un grand succès puisque M. Alfonso Prat-Gay, Ministre des Finances a annoncé que plus de 600 investisseurs – répartis à 66% aux USA, 25% en Europe, le reste en Amérique Latine et en Asie – ont souscrit pour un total de \$68.6 mds. Il a été finalement décidé d'augmenter la taille

de l'emprunt à \$16.5 mds, avec un coupon moyen de 7.14%. Deux jours après le lancement, la valeur de marché des obligations était en hausse d'environ \$597 mds (Bloomberg). Une marque de confiance envers la politique du Président Mauricio Macri mais aussi un signal que le pays est en mesure d'obtenir des coûts d'emprunt plus bas. Les rendements à l'émission ont varié de 6.25% sur le segment 3 ans à 8% sur celui à 30 ans, niveaux inférieurs au rendement moyen offert par des pays avec des notations similaires. Moody's a d'ailleurs relevé le rating de l'Argentine de Caa1 à B3 le 15 avril, avant la trans-

action. Le coût d'emprunt sur la tranche 10 ans a été de 7.5%. A titre de comparaison, le rendement moyen observé sur Bloomberg pour des obligations de même maturité notées B- par S&P (notation équivalente au B3 de Moody's) est de 8.89%. Les prix des titres à 3, 5 et 10 ans (prix d'émission à 100%) ont grimpé respectivement jusqu'à 103.70%, 103.50% et 103.50%. Celui de l'obligation à 30 ans (prix d'émission à 95.758%) a touché 100.30%. La chute des rendements qui en résulte (entre 0.37% et 1.2%) aurait pu se traduire en \$104 mds d'économie sur le paiement d'intérêts annuels, si l'émis-

sion avait eu lieu aux prix de jeudi 21/04. Certains favorisent l'achat de la tranche à 10 ans, estimant que l'écart de rendement (7.05% le 22/04) avec le 10 ans brésilien (5.84% au 22 avril) pourrait se réduire dans les prochains mois. Des spécialistes ont recommandé la dette argentine en prévision d'une probable amélioration de la notation dans les années à venir. Si leurs vues se confirment, le potentiel de resserrement de prime au-dessus des obligations du Trésor US a encore de beaux jours devant lui.

* Mirabaud & Cie

El Niño va doper les céréales

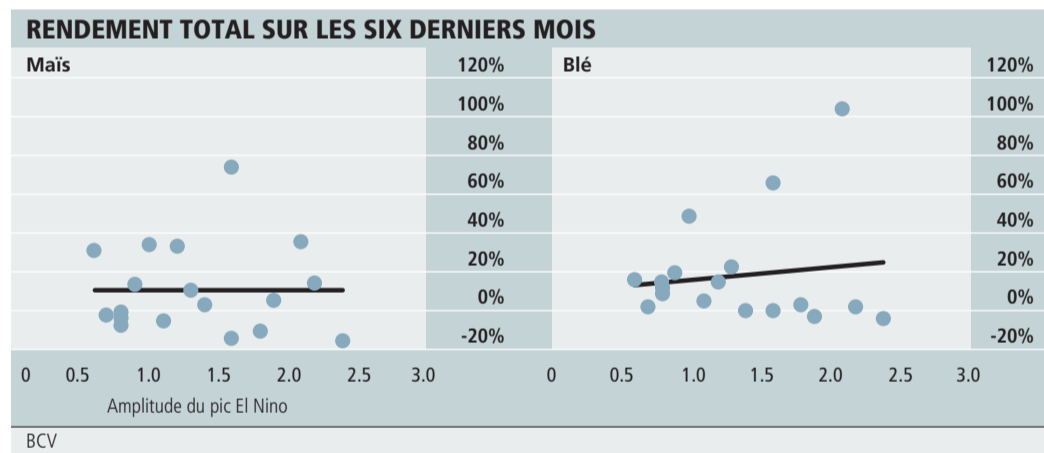
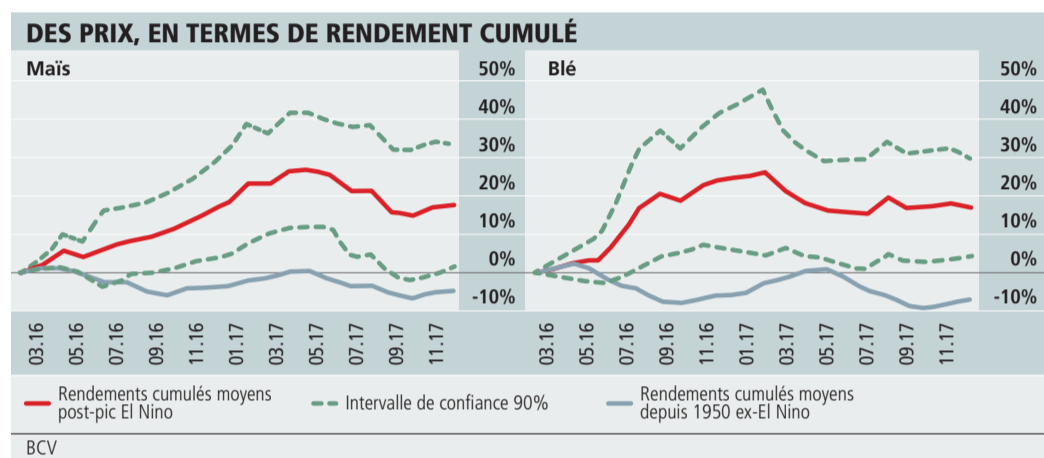
La hausse devrait avoir lieu au deuxième semestre si l'on se réfère aux conséquences d'épisodes passés de même nature.

LUC HINZ*

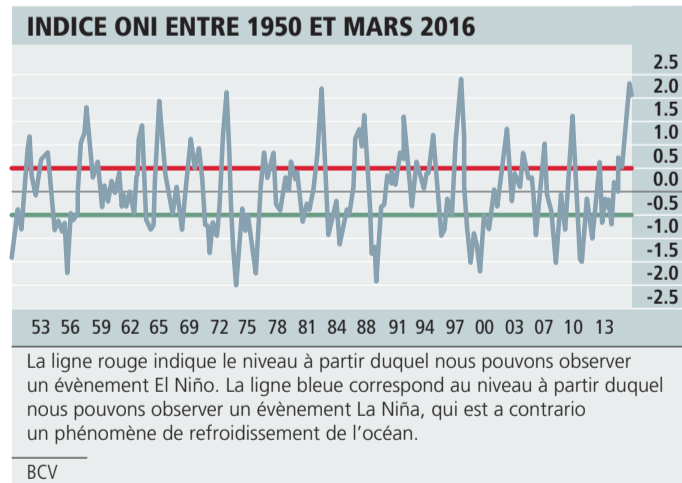
L'année 2016 sera incontestablement une année El Niño. Ce phénomène climatique qui perturbe les côtes de l'océan Pacifique avec une amplitude et une périodicité variable n'est pas sans conséquence sur les prix des matières premières agricoles. A quoi faut-il s'attendre? Un épisode El Niño est en fait défini comme une succession d'au moins cinq mois consécutifs d'une température supérieure à 0,5°C par rapport à la normale, selon l'indice ONI (Oceanic Niño Index) qui enregistre les variations moyennes de température de surface de l'océan Pacifique par rapport à la normale dans la région déterminée, soit une zone à environ 4500 km des côtes de l'Equateur. S'il débute en général en milieu d'année, El Niño dure entre six et dix-huit mois avec un pic vers Noël, son nom fait d'ailleurs référence à l'enfant Jésus.

Dans son sillage, des événements extraordinaires touchent les régions riveraines du Pacifique. Des sécheresses surviennent en Australie, en Indonésie, en Inde, en Afrique australe, dans les Caraïbes et dans le nord-est du Brésil, alors que des inondations se produisent sur la côte ouest de l'Amérique du Sud, dans le nord de l'Argentine, en Afrique et dans le sud des Etats-Unis. De plus, la température globale moyenne de la planète a tendance à être anormalement élevée pendant de tels épisodes. Les conséquences sur les populations sont ainsi importantes: glissements de terrain, destruction d'habitations, désertion des ressources halieutiques et autre destruction des récoltes en sont les exemples les plus frappants. L'amplitude du phénomène est cependant irrégulière: l'événement El Niño de 1997-1998 a été particulièrement intense, ce qui ne fut pas le cas de ceux de 2002-2003, 2004-2005, 2006-2007 ou 2009-2010. Sa périodicité est tout aussi erratique, ce qui rend toute prévision difficile.

Les données du début de l'année montrent que le pic de l'événement El Niño 2015-2016 est proche de celui observé en 1997-1998, ce qui signifie que nous sommes en présence d'un événement El Niño important. Quelle influence aura-t-il alors sur les prix du blé ou du maïs en 2016 et 2017? En rapprochant les données à disposition depuis 1950, dix-huit événements El Niño présentent un pic



entre le mois de décembre et février, ce qui correspond, à plus ou moins un mois près, à la situation de 2016, dont le sommet a été enregistré fin janvier. La comparaison modélisée de la variation des prix historiques à partir du 31 mars des années avec ou sans épisode El Niño permet de constater que les prix ont tendance à progresser à partir de la fin du printemps suivant le pic El Niño jusqu'à la fin février de l'année d'après au moins. Par rapport à la variation moyenne des prix hors El Niño depuis 1950, la hausse des prix post-El Niño jusqu'à la fin de l'année semble significative si l'on fait l'approximation que la distribution des rendements suit une loi normale. Ainsi, les prix du maïs et du blé devraient augmenter à partir de la fin du printemps, voire du début de l'été jusqu'à la fin de l'année 2016. Peut-on ensuite affirmer que plus les événements El Niño sont importants, plus la hausse des prix est sévère? La comparaison des données de rendement total entre fin juin et fin décembre des épisodes plus ou moins forts ne démontre pas de relation entre l'amplitude du rendement et du pic. Un épisode El Niño important n'implique donc pas nécessairement une hausse importante des prix.



En conclusion, si la relation de cause à effet entre El Niño et la hausse des prix du maïs et du blé n'est pas prouvée d'un point de vue technique et statistique - ce n'était d'ailleurs pas le but - un effet concret du phénomène El Niño sur les prix desdites céréales existe bel et bien. Les inondations et sécheresses provoquées peuvent en effet perturber la production des matières premières agricoles et diminuer l'offre par rapport à la demande.

Depuis maintenant plus de cinq mois, les mesures confirment la présence du phénomène: 2016 est une année El Niño. La probabilité

d'avoir des événements climatiques portant atteinte à la production agricole mondiale est donc élevée par rapport à la moyenne, ce qui implique que nous pourrions enregistrer une hausse des prix des céréales dans la deuxième partie de l'année, sans pour autant pouvoir en prédire l'ampleur. Ceci reste, et restera, vrai tant que les acteurs agricoles n'auront pas anticipé les conséquences d'El Niño. En augmentant, par exemple, les surfaces cultivées au détriment des terrains en jachère.

* Quantitative Investment Manager, BCV

SUITE DE LA PAGE UNE

La résistance des marchés actions...

Beaucoup d'investisseurs institutionnels tablent sur la fiabilité et la durabilité des dividendes des sociétés de qualité. En partant d'un taux de rendement initial qui est sensiblement plus élevé que celui des rendements obligataires. Personne ou presque ne veut détenir des liquidités qui ne rapportent plus, ou pire, qui coûtent de l'argent avec des taux d'intérêt négatif. Le coût d'opportunité (le coût d'un investissement non réalisé faute de saisir cette opportunité) n'est plus pris en considération. Pourtant, la détention de liquidités peut permettre dans un second temps de saisir de grandes occasions susceptibles de générer un taux de rendement annualisé élevé en cas de baisse sensible des actions.

Quoi qu'il en soit, plusieurs vérités s'imposent au vu de l'expérience passée concernant les actions et rappelées par de grands investisseurs tels que Warren Buffett, Charles Munger, Benjamin Graham, Shelby M. Davis ou Peter Lynch.

Il est vain d'essayer d'escompter ce que vont faire les marchés à court et moyen termes. Davantage de capitaux sont en effet perdus par les investisseurs qui tentent d'anticiper les corrections que les capitaux perdus dans les baisses elles-mêmes. Le market timing est un jeu de perdant. Il s'agit de se montrer patient tout en pensant à long terme. Sans oublier que le marché des actions

constitue un instrument qui transfère de l'argent de l'investisseur impatient vers celui qui est patient. Cette attitude-ci requiert de pouvoir supporter l'inévitable volatilité, maîtriser les émotions que celle-ci suscite et, en définitive, bénéficier des prix avantageux qu'elle crée.

Au vrai, le mieux est de pouvoir faire fi des prévisions à court terme, entre autres celles de prétendus gourous qui font beaucoup de bruits à l'image d'histrions mais se trompent au moins une fois sur deux. Les prévisionnistes de marchés ont la plupart du temps tort. Suivre leurs conseils peut amener à vendre et à acheter au plus mauvais moment.

Un autre point important bien que discutable est que le marché tend à sous-estimer la valeur intrinsèque ou réelle d'entreprises de qualité, qui obtiennent de leurs capitaux investis des rendements supérieurement et durablement élevés. Et qui justifient, de ce fait, des multiples de valorisation supérieurs à la moyenne du marché. De l'ordre de 25 fois actuellement le cash earning ou le cash-flow libre (free cash-flow). Ces niveaux se justifient pour autant qu'il n'y ait pas une remontée soudaine et brutale des taux d'intérêt. En cas de hausse des taux et d'une progression trop faible des bénéfices, un réajustement à la baisse aura inévitablement lieu. – (PR)

PATRICK DRAHI: rumeurs d'intégration des activités médias dans l'opérateur télécom SFR

L'homme d'affaires Patrick Drahi, propriétaire du groupe Altice, va regrouper dans l'opérateur télécoms SFR ses activités médias, détenues à titre personnel et via son groupe Altice, affirme le *Journal du dimanche (JDD)*. Selon les informations du journal, qui ne cite pas ses sources, SFR va annoncer mercredi ce projet de réorganisation. Une conférence de presse doit se tenir ce jour-là à 11 heures avec Michel Combes, CEO de SFR et Alain Weill, CEO de NextRadioTV pour le lancement d'une nouvelle chaîne payante dédiée au sport par NextRadioTV. Joints par l'AFP, ni Altice ni SFR n'ont souhaité faire de commentaires. L'opérateur télécoms va ainsi racheter les titres de presse et les chaînes audiovisuelles acquises depuis deux ans, indique le JDD. Cela concerne d'une part *Libération*, *L'Express*, *L'Etudiant* et la chaîne d'info israélienne i24 News, détenus à titre personnel par Patrick Drahi. D'autre part, SFR va acquérir la participation de 49% détenue par Altice dans le groupe NextRadioTV, qui possède notamment la chaîne d'info BFMTV, et les radios RMC et BFM Business. Cette part avait été achetée en juillet 2015 par Altice et comme prévu, le fondateur de NextRadioTV Alain Weill conservera 51% du capital de l'entreprise jusqu'en 2019, précise le JDD. La part dans NextRadioTV serait valorisée 300 millions d'euros et les titres de presse et i24 News 100 millions.