

# Effets collatéraux d'un marché inondé de liquidités

**OBLIGATAIRE.** Les exemples d'obligation à 0-coupon émises en dessus de la parité se multiplient. Après les gouvernements, c'est au tour des sociétés d'émettre de tels emprunts.

CATHERINE REICHLIN\*

Au premier regard sur les courbes de taux européennes l'on se rend compte que quelque chose ne colle pas à ce que nous avons appris dans nos livres d'économie: l'essentiel des courbes est en territoire négatif. Si nombre d'obligations se traitent désormais avec des rendements négatifs (près de 21% de l'encours en catégorie «investissement» émis en euros, soit 308 milliards selon Trade-web), ces emprunts offrent toutefois un coupon qui assure un minimum de revenu. L'histoire se corse pour les nouveaux em-

prunts et les exemples d'obligation à 0-coupon émises en dessus de la parité se multiplient. Après les gouvernements, c'est au tour des sociétés d'émettre de tels emprunts. Deutsche Bahn est la première société non-financière à emprunter en euros avec un rendement négatif. Entre pression à investir – pour mémoire le taux de dépôt est de -0,40% – et besoin de diversification, certains acheteurs sont obligés de prendre des positions. Avec une demande de 840 millions, Deutsche Bahn a pu resserrer la prime d'émission (de +20bp à +15bp) et confortablement lever 350 millions. En outre la société est éligible au pro-

gramme de rachat de la BCE ce qui lui assure un certain soutien. Mais ce dernier argument n'est pas prépondérant. Le canadien CIBC, qui lui n'est pas éligible, a pu placer 1,250 milliard d'euros d'un covered bond avec un rendement négatif. Là également les conditions de lancement ont pu être resserrées face à une demande de 2,5 milliards (de +10 à +6bp). Dans un espace plus confidentiel, le prêt accordé à Uber fait également couler de l'encre. Le monde des loans, habituellement réservé à des entreprises établies, a fait une exception. Non seulement la société non cotée a été réticente à donner des informations finan-

cières mais elle finance son expansion en générant un EBITDA négatif et en brûlant du cash. L'emprunt émis à 98% a immédiatement traité à 100%. Ajouté aux 3,5 milliards de dollars d'investissement dans le capital par le fonds saoudien, ce prêt de 1,150 milliard devrait continuer à soutenir Uber dans son agressive expansion. Un tel loan n'aurait dans le passé pas été envisageable et illustre une nouvelle fois les effets collatéraux d'un marché inondé par les liquidités et en recherche de rendement.

\* Mirabaud

## TECHNIQUE ZKB

### L'indice vedette SMI devrait continuer de progresser à court terme pour atteindre jusqu'à 8250 points

L'indice vedette SMI de la Bourse suisse devrait continuer à progresser dans les prochains jours, après la hausse enregistrée au cours de la semaine dernière. Les indicateurs à court terme laissent présager une évolution légèrement positive, qui devrait permettre d'atteindre jusqu'à 8250 points, d'après les propos recueillis lundi de la part des analystes de la Banque cantonale de Zurich (ZKB) dans le cadre de leur analyse hebdomadaire. Après la progression anticipée, une tendance à la baisse devrait prendre place à moyen terme, ont estimé les spécialistes de la ZKB. Les cours devraient par conséquent rester sous pression. Inversement, une progression au-delà de la barre symbolique des 8300 points devrait permettre de soulager les perspectives obstruées à moyen terme. La séance de lundi dernier a été marquée par un coup de faiblesse sous les 8200 points après une progression marquée en direction. Mais la journée d'hier a permis de remonter la pente sans problème et de mettre le cap vers la barre symbolique des 8250 points.

# Les taux sont au plus bas pour les emprunts en francs

Le Brexit n'a rien changé. Le risque inflationniste est oublié. Les spreads de crédit languissent à un niveau très faible.

PHILIPPE REY

La recherche de bonnes possibilités d'investissement sur le marché obligataire en francs suisses ressemble à une tâche herculéenne, selon l'équipe de recherche de Neue Helvetische Bank (NHB). La situation de pénurie sur ce marché s'intensifie alors que les taux

d'intérêt demeurent à un bas niveau record et que le volume d'émissions diminue. Les impondérables politiques et économiques liés au Brexit ont pour effet la poursuite d'une tendance déclinante des taux dans d'autres monnaies également: euro et dollar plus particulièrement.

A tel point que le risque d'inflation semble aujourd'hui complètement oublié cependant que des pressions inflationnistes latentes existent dans de nombreux pays occidentaux et se révèlent moins négligeables qu'on aime généralement à le penser, selon les économistes de Barclays. Ainsi, aux Etats-Unis, les marchés du travail continuent leur progression, accompagnée d'une hausse légèrement plus sensible des salaires. Les salaires réels ont même renoué avec leur tendance haussière d'avant la crise.

Barclays juge d'ailleurs que le scénario du Brexit sera supportable à moyen terme. La sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (UE) ne modifiera pas significativement la trajectoire de l'économie mondiale. Le scénario d'une croissance régulière, quoique modeste, reste de mise; les courbes de rendement sont encore loin de s'inverser.

Dans les faits, environ 40% du marché mondial des emprunts d'Etat génèrent actuellement un rendement nominal négatif, selon l'index des emprunts d'Etat de

Barclays. Autrement dit, les investisseurs paient à certains gouvernements chanceux le privilège de leur prêter de l'argent! On ne sent plus véritablement de traces de l'espoir apparu il y a encore quelques mois d'une hausse graduelle des taux aux Etats-Unis. Le Brexit y a mis fin, provisoirement du moins.

Les taux d'intérêt à travers différents monnaies ont été mis sous pression suite à la décision du Brexit par une majorité de l'électorat britannique, tandis qu'aucun dérèglement massif n'a été observé sur le marché obligataire en francs. Les incertitudes politiques et économiques empêchent une normalisation des taux, à savoir une hausse substantielle sur ce plan dans la zone euro et sur le franc. C'est pourquoi on assiste à un resserrement de la différence entre les taux swap de différentes durées et, ce faisant, à un aplatissement de la courbe de la structure des taux, aussi bien pour le franc et l'euro que le dollar.

61% des emprunts obligataires en francs cotés sur Swiss Exchange fournissent un rendement à l'échéance (yield to maturity) négatif, ce qui veut dire qu'il y a actuellement une importante propension des investisseurs à payer pour investir dans un emprunt, en préférant cela à un taux négatif plus élevé (-0,75%) sur les liquidités. Cette situation est pour le moins inédite et insolite! Elle n'est

pas dénuée de danger si l'inflation réapparaît brusquement et à un moment où plus personne n'y croit. Les spreads de crédit d'émetteurs de la meilleure qualité (ratings AAA et AA) n'ont pas vraiment réagi au Brexit. La plus forte réaction a été observée dans la classe de ratings BBB (bien que le niveau actuel soit au-dessous de celui de 150 points de base atteints à la fin mars 2016).

Néanmoins, il existe encore quelques opportunités d'investissement même dans l'environnement actuel sur le marché secondaire des obligations, d'après NHB. En particulier un emprunt 4,375% Autoneum Holding 2012-2017 qui procure un rendement de 1,03% (situation au 25 juillet), ce qui correspond à un spread de 1,78%, ou bien un emprunt de 2,125% Bobst Group 2014-2019, avec un rendement de 0,92% et un spread de 1,87%. Par ailleurs, dans un registre BBB par Euler Hermes Rating GmbH, on trouve un straight 3,25% Schön Klinik SE 2014-2019 avec un rendement de 1,63% et un spread de 2,59%. ■

LE SCÉNARIO D'UNE CROISSANCE RÉGULIÈRE (QUOIQUE MODESTE) RESTE DE MISE. LES COURBES DE RENDEMENT SONT ENCORE LOIN DE S'INVERSER.

## L'Agefi Partenaire

**09.-18.09.2016**  
Orchestre, Musique de Chambre & Académie avec le Scharoun Ensemble de la Philharmonie de Berlin  
Ton Koopman, Noah Bendix-Balgley, Martin Helmchen, Jean-Guihen Queyras  
[www.zermattfestival.com](http://www.zermattfestival.com)

**ZERMATT MUSIC FESTIVAL & ACADEMY**

**Vendredi 09.09.2016**  
19h30 / Concert / St-Mauritius Pfarrkirche  
CHF 70.- / 40.-  
Scharoun Ensemble Berlin  
Zermatt Festival Orchestra  
Ton Koopman direction  
Jean-Guihen Queyras violoncelle  
Wolfgang Amadeus Mozart  
Sérénade en mi bémol majeur KV 375  
Carl Philipp Emanuel Bach  
Concerto pour violoncelle en la majeur, Wq. 172 (H.439)  
Carl Philipp Emanuel Bach  
Sinfonia en la majeur, Wq. 182 (H. 658)  
Joseph Haydn  
Symphonie n° 99 en mi bémol majeur Hob.I:99

**Vendredi 16.09.2016**  
19h30 / Concert / St-Mauritius Pfarrkirche  
CHF 70.- / 40.-  
Scharoun Ensemble Berlin  
Zermatt Festival Orchestra  
Noah Bendix-Balgley violon  
Jean-Guihen Queyras violoncelle  
Martin Helmchen piano  
Felix Mendelssohn Bartholdy  
Octuor en mi bémol majeur op. 20  
Wolfgang Amadeus Mozart  
Concerto pour piano n°18 en si bémol majeur KV 456  
Johannes Brahms  
Double concerto pour violon et violoncelle en la mineur op. 102

**Samedi 17.09.2016**  
19h30 / Concert / St-Mauritius Pfarrkirche  
CHF 70.- / 40.-  
Scharoun Ensemble Berlin  
Zermatt Festival Orchestra  
Noah Bendix-Balgley violon  
Jean-Guihen Queyras violoncelle  
Martin Helmchen piano  
Felix Mendelssohn Bartholdy  
Octuor en mi bémol majeur op. 20  
Wolfgang Amadeus Mozart  
Concerto pour piano n°18 en si bémol majeur KV 456  
Johannes Brahms  
Double concerto pour violon et violoncelle en la mineur op. 102

**Samedi 10.09.2016**  
19h30 / Concert / St-Mauritius Pfarrkirche  
CHF 80.- / 50.-  
Zermatt Festival Orchestra  
Oberwalliser Vokalensemble – Hansruedi Kämpfen, chef de chœur  
Yetzabel Arias Fernandez soprano  
Bogna Bartosz mezzo-soprano  
Jörg Dürmüller ténor  
Stephan Genz basse  
Ton Koopman direction  
Wolfgang Amadeus Mozart  
Messe en do majeur KV 317 dite du «Couronnement»  
Wolfgang Amadeus Mozart Requiem en ré mineur KV 626

**Programme complet sur:** [www.zermattfestival.com](http://www.zermattfestival.com)

**Billetterie:** [www.zermattfestival.com](http://www.zermattfestival.com) (print@home), sur place à l'Office du tourisme de Zermatt ou par téléphone au +41 27 967 30 88. Places de 15.- à 80.-, Pass week-ends et offres combinables avec nos hôtels partenaires.



## Le bond marqué après les résultats

**AMS.** L'action a ainsi mis un frein à l'importante perte cumulée (-18%) depuis début 2016.

L'action du fabricant de semi-conducteurs AMS s'est envolée hier, démarrant en nette hausse grâce à une solide performance au 2<sup>e</sup> trimestre. Le titre a bondi de 12,39% à 30,85 francs à l'issue d'une séance endiablée. Les analystes restent cependant sur leur faim après des perspectives décevantes en termes de marge d'exploitation. De leur côté, les courtiers considèrent le titre comme une opportunité de placement intéressante. A 10h25, l'action au porteur AMS bondissait de 7,3% à 29,45

francs, jugulant les pertes enregistrées depuis le début de l'année (-18% à la clôture de lundi), alors que le SPI reculait de 0,24%. La copie trimestrielle rendue par l'autrichien coté en Suisse correspond peu ou prou aux attentes du marché, écrit Günther Hoffelder de Baader Helvea. La bonne surprise se situe au niveau du carnet de commandes et des objectifs de ventes pour le trimestre en cours. Michael Foeth, de Vontobel, ajoute que le bénéfice trimestriel élevé est à mettre au crédit de la bonne performance financière.

En revanche, l'érosion – même légère – de la marge d'exploitation au 2<sup>e</sup> trimestre est une mauvaise nouvelle, selon le courtier genevois, qui craint de voir la tendance se prolonger sur le trimestre en cours. Alors qu'AMS anticipe une marge Ebit ajustée de 18-20%, Baader Helvea avait tablé sur 24%, et Vontobel 27%. Vontobel maintient sa recommandation pour la porteur AMS, assortie d'un objectif de cours à 40 francs. Baader Helvea se veut plus circonspect, avec une note «hold» et un objectif à 35 francs. ■