

Poursuite de la détente sur l'interbancaire

L'Euribor à échéance trois mois se situe désormais à 1,077%. Au plus bas niveau depuis un an.

Engagée depuis la fin de l'année avec l'opération à trois ans de la Banque centrale européenne, la détente se poursuit sur le marché interbancaire, comme en témoigne la baisse continue du principal taux de référence, qui a atteint mercredi son plus bas niveau en un an.

L'Euribor à échéance 3 mois, le taux le plus suivi pour prendre la température du marché interbancaire, se situe désormais à 1,077%, un niveau plus vu depuis fin janvier 2011. Il s'agit du taux moyen auquel se prêtent les banques entre elles pour cette échéance.

Selon Peter Chatwell, stratège obligataire de Crédit Agricole CIB, cette dérive ininterrompue depuis fin décembre, qui signale une détente sur le marché interbancaire, est la conséquence directe de l'opération de prêt à trois ans de la BCE, qui a permis aux banques d'emprunter 489 milliards d'euros au taux très bas de 1% le 21 décembre.

«Plus le marché se convainc que les banques ont assuré leur financement cette année, plus le marché interbancaire va reprendre des couleurs», estime M. Chatwell.

D'autres signaux témoignent d'une moindre crispation des marchés autour du secteur bancaire. Parmi eux, les contrats de couverture contre le défaut de paiement, ou CDS (credit default swaps), observent une forte dérive de leur prix.

Celui lié à Société Générale a atteint mercredi 230 points de base (2,30 points de pourcentage), son plus bas niveau depuis le 5 août, à la veille de l'aggravation de la crise de la zone euro. Cela signifie que pour assurer 10 millions de dollars de dette de la Société Générale contre un défaut éventuel dans les cinq ans, il faudra s'acquitter de 230.000 dollars par an. Au plus fort de la crise, début septembre, il était monté jusqu'à 435 points de base, soit le double du niveau actuel.

Le même mouvement a bénéficié d'autres grands établissements européens qui avaient été malmenés par les marchés, comme les italiennes Banca Monte dei Paschi di Siena (au plus bas depuis le 1er août) et UniCredit (plus bas depuis le 26 juillet).

En outre, plusieurs banques se sont remises à émettre des obligations non sécurisées (non garanties par des actifs) ces dernières semaines, ce qui était devenu très rare depuis début août.

L'allemande Commerzbank a levé la semaine dernière un milliard d'euros d'obligations non sécurisées, une première depuis octobre et l'italienne Intesa Sanpaolo 1,5 milliard (une première depuis juillet) fin janvier. Autres sorties sur le marché, celle du français BPCE, qui a emprunté 750 millions d'euros à 10 ans fin janvier également.

Pour M. Chatwell, l'Euribor devrait continuer sa baisse et pourrait retrouver, au deuxième trimestre, les planchers historiques connus en mars 2010 (0,634% le 31 mars). La dérive devrait être de nouveau soutenue par la seconde opération à trois ans de la BCE, prévue le 29 février. ■

ESPAGNE: émission surprise de 4 milliards d'euros

Le Trésor espagnol a levé mercredi 4 milliards d'euros via une émission syndiquée, donc via les banques, d'obligations à 10 ans, alors que son objectif était au départ de lever 2 à 3 milliards. L'émission, bouclée en moins d'une journée, a reçu une forte demande, de quelque 8 milliards d'euros, selon plusieurs médias. Les banques chargées de placer cet emprunt étaient Barclays, BBVA, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Santander et Société Générale. Le taux accordé a été de 5,403%. L'Espagne, chahutée à plusieurs reprises sur les marchés en 2011, semble avoir retrouvé ces dernières semaines la confiance des investisseurs, avec déjà huit émissions obligataires consécutives montrant des taux d'intérêt en chute, donc un coût de financement plus bas. Profitant de ce climat de détente, le Trésor a parfois emprunté plus que prévu, allant même jusqu'au double de sa fourchette dans certains cas, car à l'avenir, dans un contexte de récession et de crise de la dette en zone euro, les prochaines émissions pourraient être plus difficiles.

ALLEMAGNE: 3,3 milliards en obligations à 0,91%

L'Allemagne a levé sans problème mercredi 3,3 milliards d'euros en obligations à cinq ans, ont annoncé la Banque centrale allemande (Bundesbank) et l'Agence financière, à un taux inchangé par rapport à la dernière opération de ce type et toujours très bas. La Bundesbank, qui mène les opérations, a reçu 5,9 milliards d'euros d'offres pour cette obligation «Bobl» dont elle proposait 4 milliards d'euros. L'Agence financière, qui gère la dette allemande, a gardé conformément à ses habitudes une partie de l'émission (700 millions d'euros) pour les placer sur le marché secondaire. Le taux moyen est ressorti à 0,91%.

FRANCE: 9,3 milliards sur des échéances courtes

La France a levé au total 9,324 milliards d'euros sur des échéances de court terme, lors de son émission de bons du Trésor à taux fixe et intérêts précomptés (BTF) de lundi, après prise en compte des offres non compétitives (ONC). La demande avait été soutenue et les taux sont restés bas, même s'ils se sont inscrits en légère hausse par rapport aux dernières opérations similaires pour deux des trois émissions. Sur la ligne à 13 semaines et à échéance le 10 mai 2012, les ONC se sont établies à 443 millions, portant le montant total de l'adjudication à 4,643 milliards, à un taux moyen pondéré de 0,145%, contre 0,156% le 30 janvier. Sur la ligne à 26 semaines et à échéance le 9 août 2012, les ONC se sont établies à 293 millions, portant le montant total de l'adjudication à 2,297 milliards, à un taux moyen pondéré de 0,249%.

Bien des capital risqueurs en état d'essoufflement

ISRAËL. L'afflux de fonds publics d'aide aux start-up limite leur entrée dans les projets en phase II.

L'élément de base qui caractérise les Venture Capitalists (VC) repose sur sa capacité à faire accélérer la croissance d'une jeune entreprise innovante. Il intervient généralement entre la phase II et III du processus de la chaîne de private equity. Certains estiment toutefois que ce type de personnage relève davantage du mythe que de la réalité. Cependant, il faut remarquer que cette activité souffre d'un effet de masse. Sans oublier, l'assèchement des marchés d'investissement privé dû à l'aversion au risque. Jean-Marc Soustre est Consultant en ingénierie financière et cocréateur de la fondation International Venture Club. Parmi ses clients, il compte plusieurs organismes publics, dont la Commission européenne pour la mise en œuvre d'instruments financiers de l'innovation. Selon lui, le seul endroit où le mythe du VC se perpétue durablement est aux Etats-Unis. Bien qu'Israël ait longtemps été cité comme le deuxième eldorado, il remarque que le modèle montre des signes d'essoufflement.

Quels ont été les aspects prépondérants dans l'évolution du

venture capital en Israël?

Depuis les années 1990 l'Etat investit activement (jusqu'à 1 million de francs) dans la recherche et dans les projets en première et en deuxième phase. Par ailleurs, le réseau de venture capital israélien s'est depuis toujours développé en lien étroit avec celui des Etats-Unis, où l'expérience du VC est plus grande. Les start-up sont ensuite souvent réimplantées aux Etats-Unis dès leur passage en phase de commercialisation. Pour les VC, c'est le moment où s'applique la stratégie de sortie. Un développement très rapide a ainsi été permis aux jeunes pousses israéliennes. Cependant, l'écosystème qui existe aujourd'hui grâce à ce système montre des signes d'essoufflement.

C'est-à-dire?

Les sorties de start-up israéliennes aux Etats-Unis sont plus rares qu'il y a cinq ans.

N'est-ce pas un phénomène international?

Tout à fait, cependant les VC israéliens ont été bien plus fortement impactés par la crise des capitaux qu'aux Etats-Unis.



JEAN-MARC SOUSTRE. Le consultant observe un net ralentissement des sorties de start-up israéliennes aux Etats-Unis.

Selon vous, pourquoi souffrent-ils plus de la conjoncture que les Américains?

Entre 1995 et 2005 une grande partie des investissements en Israël sont venus des Etats-Unis. L'assèchement dans le secteur de la private equity touche tous les segments et de par sa petite taille, le segment se voit aujourd'hui ralenti dans son élan. Surtout dans les projets en phase de croissance. Ce qu'il manque aujourd'hui, avant tout, dans le monde de la start-up ce sont des entrepreneurs capables de porter un projet à fruition dans des conditions de marché darwiniennes.

Les start-up ont-elles moins

confiance dans le savoir-faire des VC?

Les jeunes entreprises disposent de plusieurs canaux pour se financer et les gouvernements proposent une quantité beaucoup plus importante de services comme le coaching et l'optimisation fiscale. Les entrepreneurs cherchant à lancer une entreprise sont donc beaucoup plus sceptiques au moment de permettre à un VC d'entrer dans le capital, puisqu'elles disposent de toutes sortes d'aides au développement. Ceci est un phénomène qui se voit également en Europe, où 58% de l'argent dans les fonds de venture capital découle de sources publiques.

Cette approche fonctionnerait-elle en Suisse?

Le concept n'est pas applicable partout. En Suisse, l'approche est bien plus libérale sur ce type de questions, le crédit à la recherche n'est d'ailleurs pas subventionné par la Confédération, contrairement à la France ou Israël. Cependant, la Suisse dispose d'un réseau d'incubateurs et de pôles compétences, outre les 191 fondations qui octroient des sommes sous la forme de concours aux entreprises innovantes dans les phases initiales. Ce sont là quelques signes optimistes d'un dynamisme que bien d'autres pays aimeraient présenter ces temps-ci.

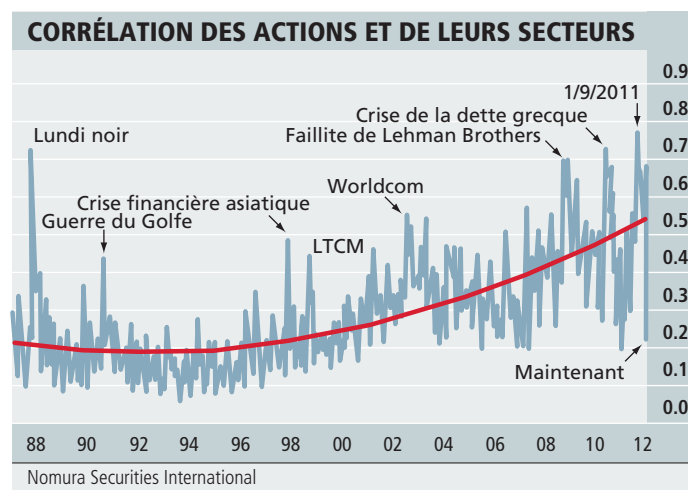
INTERVIEW: ANNE RÉTHORET

Les limites évidentes de la diversification

La recherche démontre que les crises (et la panique subséquente) annulent la diversification des portefeuilles. Les vertus de la gestion du risque ne doivent donc pas être surestimées.

CYRIL DEMARIA

La crise de 2007-2009 ne fut pas aussi exceptionnelle que les apôtres des «cygnes noirs» l'affirment. C'est en tout cas la conclusion de la recherche bancaire, qui s'est penchée sur une année 2011 particulièrement difficile. Les gérants de hedge funds ont ainsi affronté des conditions dantesques, et ont affiché des pertes importantes. La raison est que les hedge funds, s'ils ne sont plus les stars du rendement absolu (le private equity fait bien mieux), ne sont également plus les vecteurs ultimes de diversification du risque tels qu'ils étaient présentés jusqu'à présent. Nomura Securities a ainsi démontré (voir Graphique 1) que la corrélation intra-sectorielle des actions était extrêmement élevée (elle devient pertinente au-delà de 0,6). La note explique ainsi que toutes les classes d'actifs ont évolué dans le même sens au plus fort des crises. Ceci n'est pas nouveau, toutefois. Ce qui l'est, c'est le changement de corrélations de 0,7 ou plus en période de crise, à 0,2 de manière très



rapide. D'une certaine manière, il existe une meta-volatilité qui agit comme un interrupteur: soit les actifs sont hautement corrélés, et la crise/panique emporte tout le monde; soit les actifs ne sont pas corrélés et agissent selon les modèles habituels.

A court terme, les opportunités sont à nouveau très lucratives, comme l'explique Brian Belski, Chief Investment Strategist de Oppenheimer & Co: «2012 a été une toute autre histoire [que 2011] car les corrélations ont chuté dramatiquement avec des niveaux parmi les plus faibles des 25 dernières années». Le retour à la normale devrait donc encourager les investisseurs à revenir vers les gérants, ce que les banques et commissions espèrent bien entendu.

Les recherches de Nomura et Oppenheimer indiquent toutefois en filigrane qu'en cas de nouvelle crise, ces gains peuvent être totalement effacés très rapidement. Cela relativise donc l'importance des hedge funds dans la construction des portefeuilles, notamment compte tenu de leurs coûts. Indépendamment de leurs stratégies, ces instruments dotés de 1.800 milliards sous gestion semblent donc avoir atteint les limites de leur utilité. Désormais, c'est avant tout l'investisseur qui doit déterminer le comportement de son portefeuille. Cela implique un retour aux éléments macro-économiques, à une gestion active et directe de l'investisseur et au bon sens et au «gut feeling». Les banques et conseils ne vont pas nécessairement apprécier ces changements. ■

Le pétrole finit en légère hausse à New York

Les prix du baril de pétrole ont fini en légère hausse hier à New York en dépit d'une demande toujours vacillante aux Etats-Unis, le renchérissement du Brent de Londres, dû au froid en Europe, tirant le marché américain.

Le baril de «light sweet crude» (WTI) pour livraison en mars a gagné 30 cents par rapport à la clôture de mardi, finissant à 98,71 dollars sur le New York Mercantile Exchange.

Le relevé hebdomadaire du Département américain de l'Energie «n'a pas été aussi favorable à la hausse que ne l'avait laissé penser le rapport de l'API», a commenté Tom Bentz, de BNP Paribas.

Le DoE a fait état d'une hausse de 300.000 barils des stocks de brut sur la semaine achevée le 3 février, un chiffre très inférieur au bond de 2,7 millions de barils attendu par les analystes, mais largement au-delà des estimations de la fédération professionnelle API, qui avait annoncé une chute de 4,5 millions de barils de ces réserves. Selon le DoE, les réserves d'essence aux Etats-Unis ont pour leur part grimpé de 1,6 million de barils la semaine dernière, et les stocks de produits distillés (dont le gazole et le fioul de chauffage) ont enregistré une hausse inattendue de 1,2 million de barils. ■