

# La fin de la dichotomie simpliste entre dette publique et privée

Le responsable de la gestion obligataire de Reyl Asset Management Stéphane Decrauzat souligne les risques des obligations souveraines.

Que pensez-vous des prévisions de Moody's qui s'attend à ce que les entreprises enregistrent des taux de défaut de paiement oscillant entre 14% et 16% (pour l'Europe et les Etats-Unis)?

Cela représente un chiffre très important, comparable aux années 1930. Mais il faut relativiser. Ce taux est exprimé par rapport à l'univers high yield et non pas par rapport au marché obligataire dans son ensemble. En outre, lorsque l'agence de notation parle de défaut, elle inclut des situations autres que la faillite pure et simple. Notamment la mise sous protection du chapitre 11 qui, dans 80% des cas, ne débouche pas sur une liquidation. Elle tient compte aussi des restructurations de dette, comme par exemple, l'opération réalisée par GMAC, la filiale de services financiers de General Motors, qui lui a permis de réduire son endettement. Cela lui a permis d'obtenir le statut de banque et donc d'avoir accès au TARP et d'offrir une meilleure situation pour l'investisseur. On peut d'ailleurs s'attendre à d'autres restructurations de dette ces prochains mois.

Quelle est votre estimation du nombre de véritables faillites d'entreprises?

Ce taux devrait atteindre 2 à 4% avec un pic qui sera atteint d'ici 6 mois.

Le déficit grandissant des gouvernements vous inquiète-t-il?

Les gouvernements ont fait ce qu'ils devaient faire dans la gestion de la crise. Mais les déficits colossaux qui en résultent inspirent la prudence. Dans un premier temps, dans la phase de stress aigu de l'année dernière, l'aversion au risque et la fuite vers la qualité ont permis de différer l'impact sur les rendements gouvernementaux. A partir du moment où l'aversion au risque diminue et où la recherche de rendement reprend le dessus, la correction est inévitable. C'est ce qui se concrétise à présent, notamment avec la forte repentification des courbes de taux.

Du côté des entreprises, l'attitude est en revanche opposée...

Ces dernières retournent à une gestion d'austérité. Cette stratégie plait davantage à l'investisseur obligataire. Les spreads éle-



**STÉPHANE DECRAUZAT.** «Il ne faut pas être naïf: la plus importante crise du crédit n'est pas encore terminée.»

vés représentent en outre une rémunération supplémentaire particulièrement attractive. Surtout, cette nouvelle situation a provoqué la fin de la dichotomie simpliste entre investissement gouvernemental considéré comme sans risque et l'investissement corporate considéré comme risqué. Le marché se rend compte qu'il y a désormais d'autres risques à prendre en compte et que les risques liés aux emprunts d'Etat existent également.

L'analyse de crédit au niveau souverain a-t-elle changé?

Il s'agit certainement du prochain grand chantier au niveau de l'analyse de crédit. Après l'abaissement

des notations de l'Irlande, de l'Espagne, du Portugal ou de la Grèce, S&P a lancé un véritable signal en dégradant la perspective de la note de la Grande-Bretagne à négative. Il n'est plus tabou de penser que des pays G7 puissent perdre leur rating triple A. D'ailleurs, le Japon n'a plus la note maximale depuis longtemps, pourtant ses taux sont parmi les plus bas et l'accès au marché des capitaux n'est pas entravé. Quoiqu'il en soit, avec un tel endettement et une telle dégradation des finances publiques dans le G7, comment pourrait-on justifier le statu quo des notations?

L'inflation constitue-t-elle aussi une inquiétude?

Les anticipations inflationnistes ont radicalement changé. Elles sont passées du spectre de la déflation à la crainte que la reflation massive conduise à une forte inflation. Il faut garder le risque d'inflation à l'esprit, même s'il n'existe pas dans l'immédiat. Une fois sorti de la récession, la question se posera. Les anticipations inflationnistes ne sont pas aussi bien ancrées que les banquiers centraux le souhaiteraient. Et ce

sont davantage les anticipations inflationnistes que l'inflation elle-même qui sont déterminantes pour les marchés obligataires.

Que faut-il privilégier dans ce contexte?

En ce qui concerne la dette des entreprises, nous restons très sélectifs car il ne faut pas être naïf: la plus importante crise du crédit n'est pas encore terminée. Nous privilégions certains noms parmi les entreprises qui ont une qualité d'investissement. Mais il faut être prudent et conscient que la période est encore aux rétrogradations. Nous préférons une société qui a une note BBB et se présente comme un candidat au relèvement comme une entreprise dont la note AA est sujette à un abaissement.

INTERVIEW:  
MATHILDE FARINE

«S&P A LANCÉ UN VÉRITABLE SIGNAL EN DÉGRADANT LA PERSPECTIVE DE LA NOTE DE LA GRANDE-BRETAGNE À NÉGATIVE.»

Obligati  
FMI: un  
investiss  
pour Pé

Les obligations du  
taire international,  
envisage d'acheter  
liards de dollars, so  
sement sûr, a affirm  
recteur général For  
international,  
Strauss-Kahn. «Ce  
tres offriront aux E  
un outil d'investiss  
un rendement ra  
souligné Domin  
Kahn dans un com  
s'est dit «reconnais  
autorités chinoise  
«puissant soutien a  
nomique et financ  
nal». Pékin avait a  
quatre jours qu'il  
acheter ces obliga  
étaient conformes  
ces en matière de c  
dement. ■

S&P crai  
une cessa  
de paiem  
Clear Ch

L'agence d'évaluat  
Standard and Po  
mardi qu'une cessa  
ments était poss  
groupe américain d