

L'alerte de court terme de Quanteviour

Tout est en place pour tirer parti de meilleurs fondamentaux.

NICOLAS BARILE*

Le marché en mode crainte des dernières années attendues ont bien été franchies, mais le marché reste dans l'expectative tant sur les points grecs qu'américains. La question fiscale aux USA semble pouvoir donner lieu à un compromis assez équilibré compte tenu du rapport des forces et de la dynamique fournie par les élections.

Malgré tout, le marché américain, en particulier, s'est mis en mode crainte des craintes, à savoir que sans attendre le moindre indice du côté de la question du budget, le consensus s'est noué sur la crainte de ce que l'autre pouvait éventuellement craindre du résultat éventuel des négociations. Bref, le plus parfait exemple d'un héritage psychologique défaillant depuis que la crise de 2008 est passée par là. Il n'y a que le pire qu'il est utile d'anticiper, le meilleur pour toujours essayer de se faire une place une fois l'étape passée et certifiée.

Nos variables comportementales à court terme sont enlisées, mais dans un positionnement globalement constructif. Tout est en place pour tirer parti des fondamentaux qui s'améliorent, mais le facteur politique aux USA peut effectivement faire une belle différence à court terme.

Le marché est venu se positionner sur ses supports, à l'image de l'indicateur de sentiment sur l'indice EuroStoxx50. La proximité de la fin de l'année incite plus à la prudence qu'à l'ouverture, sans oublier le facteur fiscal (taxe sur les gains en capitaux à la hausse en 2013 aux USA).

Il faudra bien sortir de cette configuration en triangle, toujours moins de confiance mais aussi toujours moins de crainte. L'échéance des options novembre devrait favoriser un repositionnement.

Du côté américain, on observe un net repli des transactions en calls sur titres. Le ratio call/put s'est sensiblement replié depuis la mi-octobre. Il revient sur son trend montant caractéristique d'un marché haussier. Il n'est jamais remis en cause aussi tôt après avoir débuté et surtout, il n'y a pas eu d'emballage classique annonciateur d'une phase de correction ou d'inversion de tendance.

Pour cela, il faudra attendre 2-3 points vers un ratio compris entre 1,9 et 2,1. En Europe, l'évolution des engagements à l'image du ratio calls/puts ouverts (graph3) est parfaitement conforme à notre scénario de retour vers les 3000 points.

La dynamique du skew de volatilité implicite est en zone positive à neutre (graph4), nous ne voyons pas comment le marché peut être surpris alors qu'il est imbibé dans une attitude proche de l'angoisse.

* Nicolas Barile est directeur de Quanteviour, à Lausanne, spécialiste de la recherche économique et financière sous l'angle comportemental.

La tentation justifiée d'être long sur les titres aurifères

Les risques macroéconomiques et les récents achats d'or par les banques centrales plaident pour un rebond des actions aurifères. Celles-ci ont perdu entre 25% et 40% de leur valeur depuis le début de l'année.

LEVI-SERGIO MUTEEMBA

Se positionner long sur les actions aurifères est tentant. Il s'agirait d'acheter sur les plus bas engendrés par la correction des compagnies minières depuis au moins un an. Freeport McMoran Copper & Gold, plus diversifié grâce à son portefeuille de cuivre, est le titre, parmi les plus grandes sociétés, ayant perdu le moins, en baisse de 5% environ depuis 12 mois. Mais pour ce qui est des sociétés plus concentrées sur le métal jaune, notons que Barrick Gold, Goldcorp, Kinross ou Newmont Mining, ont dévissé d'au moins 25% chacune, le reflux de Barrick Gold totalisant près de 40%.

Les gérants de Tocqueville Gold Fund restent seroins malgré cette évolution. En se rendant à Genève, jeudi dernier, pour rencontrer la clientèle suisse, le gérant du fonds, Doug Groh, a invoqué l'histoire pour justifier le maintien de son positionnement long sur les actions des compagnies minières. «Depuis la fin des années 90-début 2000, les phases de consolidation ont pratiquement toujours été suivies par des mouvements haussiers amples», rappelle le gérant. Et pas seulement

ample, mais durable dans le temps.

De 2002 à 2004, les actions grimpeaient de près de 100%, avant de connaître une consolidation de 24 mois jusqu'à fin 2005, début 2006. Puis de 2006 à 2008, le mouvement haussier reprend de plus belle jusqu'à l'été 2008 (faillite de Lehman Brothers/subprime), lorsque les actions chutent jusqu'à effacer totalement les gains accumulés durant la phase précédente de hausse. La consolidation prendra 21 mois, au bout desquels les cours commencent à renouer avec des niveaux légèrement supérieurs à ceux observés avant l'éclatement de la crise financière de 2008, doublant pratiquement de valeur entre cette date et la fin 2010. «Cela fait maintenant 18 mois que la consolidation est en cours. Sur la base de ce qui précède, il est donc permis de s'attendre à un mouvement haussier relativement fort.» L'analyse boursière n'explique pas tout. «On peut par exemple évoquer les achats récents et importants d'or par les banques centrales, en particulier la Chine. Sans parler du fait que les troubles syndicaux en Afrique du Sud menacent potentiellement la produc-

BAISSE DE CORRÉLATION ENTRE ACTIONS ET OR PHYSIQUE



tion. Certains observateurs locaux parlent même d'une éventuelle nationalisation du secteur.»

En ce qui concerne les achats chinois d'or, il est intéressant de relever que le métal jaune ne pèse que pour 1,6% environ du total des réserves de la Banque centrale de Chine. Contre plus de 70% pour des pays comme la France, les Etats-Unis, l'Allemagne ou encore le Portugal (89,9%) et la Grèce (82,3%).

«Il est difficile d'interpréter ces achats de mines d'or par les Chinois. Ce que l'on peut légitimement suspecter est que ces derniers cherchent probablement un

moyen de se rendre de moins en moins dépendant du dollar auquel le yuan est arrimé, dans le cadre de leur gestion des changes, mais aussi à s'exposer davantage à cet actif via la diversification des avoirs de réserves, dans un contexte de fortes incertitudes macroéconomiques et financières.» Pour mémoire, le Tocqueville Gold Fund (3,3 milliards de dollars d'AuM) ou 30% de l'AuM total de la société de gestion) est un fonds actions dont les comptes sont gérés séparément. Depuis son lancement en 1998, le fonds s'est apprécié de 800% environ. ■

STRATÉGIE DE LA SEMAINE

Warrants et produits d'optimisation aurifères sur la base d'un scénario de rebond des cours

Des convertibles à barrière sur Barrick Gold, Goldcorp et Freeport-McMoran Copper & Gold ou, pour les plus téméraires, jouer sur le delta des warrants hors de la monnaie à échéance rapprochée.

L'approche d'investissement relativement au secteur minier diffère grandement de celles qui ont prévalu par le passé. Jusqu'à la dernière correction, les investisseurs voyaient les actions aurifères comme des titres de croissance. Les compagnies minières laisseraient alors entendre qu'elles dépenseraient davantage dans de nouveaux projets miniers et l'identification de nouvelles mines. Ce qu'elles ont fait.

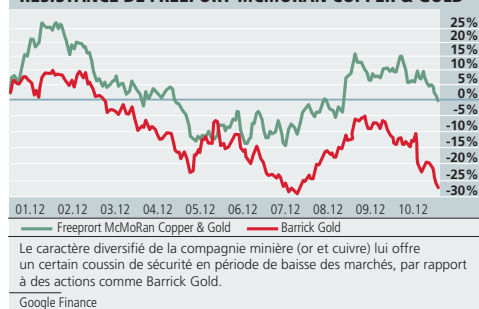
Puis, cette année, d'importants acteurs diversifiés, tels que BHP Billiton ou Rio Tinto, ont annoncé que les dépenses d'investissement seraient désormais plus modérées. Le premier a ainsi annoncé que ses dépenses seraient de 15 milliards de dollars inférieurs aux projections initiales. C'est du reste ce qui a amplifié l'effet beta de la correction d'un secteur typiquement cyclique. Pour les investisseurs, cette posture signifie une baisse mécanique des sources de revenus à l'avenir.

En réalité, les entreprises, plutôt que de procéder à une croissance essentiellement organique ou via des acquisitions importantes, ont opté pour une rationalisation des

coûts. C'est de là que devrait provenir la prochaine génération de cash-flow», explique Doug Groh. De sorte que l'angle d'attaque, en termes de stratégie, consiste à apprécier les titres aurifères en tant que valeurs de rendement plutôt que de croissance. A fortiori lorsque les dividendes de ces compagnies sont en hausse constante. Il s'agit aussi d'acheter sur des plus bas. A relever également la multiplication des ETFs sur l'or au cours des dernières années. De sorte que de nombreux investisseurs ont vu dans des instruments tels que SPDR Gold Shares (pour les actions) et le SPDR Gold Trust (or physique) un moyen alternatif de s'exposer au secteur de manière plus flexible. Et souvent dans le cadre d'une approche tactique/satellitaire.

Demain, la période de souscription d'un nouveau convertible à barrière sur les compagnies d'extraction d'or touche à sa fin, avec pour sous-jacents les titres Barrick Gold, Goldcorp et Freeport-McMoran Copper & Gold. Tandis que les investisseurs spéculatifs pourraient opter pour les produits à levier. ■

RÉSISTANCE DE FREEPORT-MCMORAN COPPER & GOLD



Tant que les actions de référence ne baissent pas de 55% Credit Suisse a mis en souscription jusqu'à demain un nouveau convertible à barrière (BRC) sur les actions aurifères Barrick Gold, Goldcorp et Freeport-McMoran Copper & Gold (ISIN CH0192795505), assorti d'un coupon de 9,50% et d'une barrière de 55% par rapport au fixing initial échéance 20 novembre 2013. Le Barrier Reverse Convertible paie un coupon fixe et garantit un remboursement du nominal à hauteur de 100% pour autant que chaque action de référence cote au-dessus de sa barrière pendant toute la durée de vie du BRC. A défaut de quoi, le capital investi pourrait être en partie voire totalement perdu. Les investisseurs plus téméraires pourraient s'intéresser de leur côté au call warrant émis par UBS sur Freeport-McMoran Copper & Gold, strike 45 dollars, échéance mars 2013 (CH0148410944). L'intérêt de warrants à faible delta est que leur variation est plus liée à la volatilité et au sentiment de marché qu'au sous-jacent lui-même. De sorte que si un regain brutal d'appétit pour le secteur devait se confirmer, cela suffirait à doper le titre. L'investisseur peut aussi décider de vendre une option aux caractéristiques similaires s'il estime que le sous-jacent stagnera ou n'augmentera qu'un rythme faible ou modéré. Ce, afin d'encaisser le produit des ventes du call et optimiser ainsi la détention préexistante du titre. Freeport-McMoran Copper & Gold est l'action aurifère qui a le moins perdu cette année par rapport à ses pairs. ■

PERFORMANCES SCOACH
Variations hebdomadaires au 16.11.2012

Indice participation: -0,56%
Indice protection: -0,47%
Indice optimisation: -0,11%

LES NOUVELLES ÉMISSIONS

Émetteur: Vontobel
Produit: Call Warrant
Sous-jacent: Banco Santander
Strike: 4,80 EUR
Exercice: Américain
Premier jour négoce: 16.11.2012
Échéance: 20.12.2013
Symbole: VTSABA
Levier: -
Volatilité: 47,36%
Delta: 0,78
Gamma: 0,27
Vega: 0,02
Un Call Warrant représente le droit d'acheter un sous-jacent déterminé à un prix déterminé dans une quantité déterminée. Dans le cas du Warrant américain, ce droit peut être exercé à tout moment jusqu'à l'échéance. Banco Santander avait présenté en octobre un bénéfice net de 100 millions d'euros. Un montant modeste pour la plus grande banque de la zone euro en termes de capitalisation boursière. Par rapport au troisième trimestre 2011, le bénéfice est ainsi en baisse de 94%. Mais pour des motifs de sécurité. La banque a provisionné pour 2,23 milliards d'euros supplémentaires pour la couverture du risque immobilier en Espagne. Depuis le début de l'année, le géant bancaire espagnol a ainsi provisionné cinq milliards d'euros pour respecter les nouvelles exigences réglementaires.

Émetteur: Banque cantonale Zurich
Produit: Certificat Discount
Sous-jacent: Julius Bär
Discount: 6,08%
Barrière: 69%
Rendement maximal: 19,86%
Ecart par rap. au cap: 12,58%
Cap: 35 CHF
Cours sous-jacent: 31 CHF
Premier jour négoce: 16.11.2012
Échéance: 20.12.2013
Exercice: Américain
Symbole: BAERDZ
Les Certificats Discount permettent d'acheter un sous-jacent avec un rabais (discount). Par conséquent, l'investisseur obtient le certificat à un prix inférieur au cours actuel du sous-jacent. En contrepartie, le gain maximal possible est limité à un plafond (cap) déterminé. Le rabais sera d'autant plus élevé que le plafond sera bas. Les Certificats Discount sont généralement dotés d'une durée de vie d'un à trois ans. Pour mémoire, Morgan Stanley a abaissé son objectif de cours pour les actions Julius Bär à 36,00 (36,50) CHF, réagissant à la publication intermédiaire des résultats du groupe bancaire. Les analystes s'attendent à ce que les coûts augmentent, et en outre, les marges brutes devraient rester faibles. Cependant, Morgan Stanley estime que le développement de l'argent frais devrait rester robuste.

SCOACH: mini-future Nobel Biocare délisté

Scoach a informé vendredi que le mini-future long sur Nobel Biocare, dont l'ISIN est CH0199264570, a été retiré de la cote, après que le cours du sous-jacent ait atteint sa barrière knock-out de 7.2208 francs. Les mini-futures ont une durée illimitée et sont ainsi dotés d'une barrière knockout qui, lorsque franchie, conduit à l'expiration du produit.

