

Avis de gros temps sur les marchés

Bull or bear? Il est difficile de prédire de quoi l'année prochaine sera faite. La volatilité semble certaine et aura des conséquences prévisibles.

CYRIL DEMARIA

Les années passent, les traditions demeurent: les repas de Noël d'entreprises, les bilans de l'année finissante et le débat sur la situation du marché pour l'exercice suivant. 2013 n'échappe pas à la règle. La situation inhabituelle du marché, avec des taux d'intérêts anormalement bas pendant une longue période, ne permet pas de trancher facilement entre les scénarios optimistes ou pessimistes.

T. Rowe Price a jeté un pavé dans la mare. En indiquant que la phase ascendante de la cote a duré 57 mois et affiche un rendement de 165%, le gérant indique que seules quatre périodes historiques ont fait mieux (voir graphique ci-contre). Cela situe cette phase parmi les plus durables et les plus profitables depuis l'ensemble des «bulls runs» depuis 1928. Cela pourrait sembler ne plus pouvoir durer très longtemps.

En effet, la remontée attendue des taux d'intérêts américains pourrait calmer les ardeurs et freiner certaines bulles en formation (immobilier, Bitcoin, etc.). Un certain manque d'investissement des grands groupes, qui peinent visiblement à déployer leurs trésoreries importantes, laisse à penser que les PER projetés sont peut-être surestimés, d'autant que l'absence de progression des bases salariales contraint la demande.

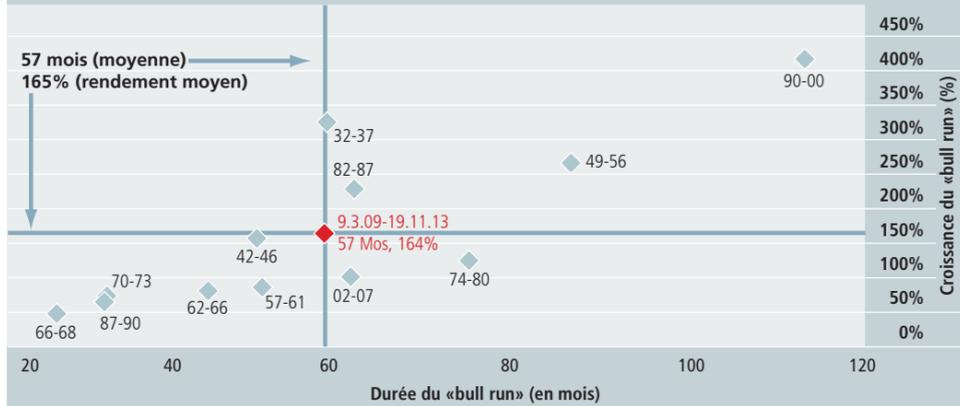
Plus qu'une baisse annoncée des cours, une volatilité accrue semble recueillir un consensus. L'indice VIX devrait en particulier montrer de l'animation. Cela devrait faire l'affaire des hedge funds, dont les rendements ont en moyenne déçu au cours des dernières années.

Les investisseurs les plus aguerris feront bravement face en se remémorant que les marchés ne finissent jamais au point le plus bas enregistré pendant l'année. Comme le constate JP Morgan, en dépit de chutes intra-annuelles de 14,7%, les rendements annuels ont été positifs 25 des 33 dernières années (voir graphique ci-contre).

Cela devrait en revanche créer quelques soucis dans la file des sociétés souhaitant s'introduire en Bourse. Les fonds de capital-risque ont besoin de ces introductions pour tâcher d'équilibrer leurs portefeuilles et de générer des rendements dans un contexte où les valorisations des secteurs stars demeurent particulièrement élevés (Twitter est valorisé 28 milliards de dollars, et n'est pas profitable; les PER de Facebook et de LinkedIn sont respectivement supérieurs à 100 et à 780).

Les fonds de LBO pourraient eux faire face à un double effet de ciseau: la hausse des taux d'intérêts rend les refinancements de dette difficiles et coûteux. Une fermeture de la fenêtre d'introductions en Bourse rend les sor-

«BULL RUNS» DU S&P ENTRE 1928 ET AUJOURD'HUI



T. Rowe Price, Strategas Research Partners, Business Insider

CHUTES INTRA-ANNUELLES DU S&P 500 ET RENDEMENTS ANNUELS (1980-30.09.2013)



Les rendements n'incluent pas les éventuels dividendes distribués. Les chutes intra-annuelles mesurent les différences entre cours maximum et minimum au cours de l'année.

S&P, FactSet, JP Morgan, Business Insider

ties plus aléatoires. 2014 pourrait à cet égard être l'épreuve de vérité pour des portefeuilles largement issus de la bulle de 2005-2007 et encore largement

épargnés par l'épreuve de vérité des cessions industrielles, en secondaire ou par les IPO.

2014 apparaît ainsi déjà accompagné de nuages noirs. Forma-

tions orageuses conjoncturelles, aversion au risque structurelle ou ouragan boursier? La météorologie analytique reste encore réservée. ■

QUESTION SUR L'OPTION COUVERTE

Choisir une semaine avant l'échéance

Le 24 septembre dernier, sur votre conseil, en bloquant environ 50.000 francs, je vendais 8 puts Nestlé, échéance décembre 64 francs à 1,74 francs par action. Depuis, l'action est montée jusqu'à ces derniers jours où elle est repassée en-dessous de mon «strike» (base), pour se retrouver aujourd'hui à 63,80 francs. Que me suggérez-vous? Le renouvellement ou éventuellement me laisser me faire assigner?

MARTIAL DISERENS*

Vous avez raison de dire «éventuellement» car ce n'est pas encore certain que Nestlé soit en-dessous de 64 francs le jour de l'échéance finale, à savoir le 20 décembre. La décision dépend de vos souhaits, c'est-à-dire soit vous voulez acquérir les titres à 64 francs, dans ce cas vous laissez aller et vous vous ferez assigner naturellement si le titre est en-dessous de la base. Soit, pour d'autres raisons, vous n'avez pas l'intention de les acheter tout de suite, au quel cas, c'est le moment de provoquer un roll-over qui se traduit de la manière suivante: Achetez en «closing» 8 puts Nestlé, échéance décembre 2013, base 64 francs à 0,53 franc pour un débit de 424 francs bruts. Immédiatement, avec un écart imposé à votre banque de 1,40 franc, vous vendez en «opening» 8 puts Nestlé, échéance mars 2014, base 64 francs à 1,93 franc, pour un avis de crédit de 1.544 francs bruts. Votre marge s'élève donc à 1.120 francs bruts qui s'ajoutent aux 1.392 (800 x 1,74) francs

bruts du 24 septembre, ceci pour un total de 2.512 francs ou 5,02% sur 3 mois et 20,04% annualisés, ceci, calculé sur le montant bloqué de 50.000 francs.

Ce qui précède dépend de VOS souhaits, mais vous pourriez me dire, VOUS, que feriez-vous à MA place? Et bien moi, je laisserais aller quitte à me faire assigner, pour la simple et bonne raison que le dividende de Nestlé est prévu mi-avril et il ne serait pas désagréable de le toucher.

En résumé, que vous choisissiez l'une ou l'autre des solutions, les deux s'entameront pas la progression future de rentabilité de votre portefeuille.

Les cours ont été relevés le 12 décembre 2013 à 16h55.

* Gérant de fortune indépendant. Spécialiste en options couvertes, membre de l'ASG. Tel 021/7843922

ou martialdiserens@hotmail.com.

Posez vos questions par mail ou téléphone sur les options couvertes, l'auteur y répond dans l'édition du lundi de L'Agefi.

La zone euro menacée par une japonisation

La région vient de se mettre à l'abri d'une dislocation. Mais les similitudes avec le Japon des années 1990 se multiplient.

JOACHIM FELS*

La zone euro a accompli des progrès significatifs dans la gestion de la crise cette année. Bien que Mario Draghi ait été vivement critiqué, en Allemagne notamment, sa promesse, faite à l'été 2012, que la BCE ferait «tout ce qu'il faudra» pour sauver l'euro a joué un rôle déterminant dans l'arrêt de la fuite des capitaux des pays en crise et a même permis d'inverser la tendance. La BCE n'a pas seulement permis d'éviter une catastrophe économique et financière difficilement concevable avec toutes les conséquences politiques imprévisibles que cela aurait pu avoir pour l'Europe, mais a également laissé le temps aux pays engagés dans des programmes et réformes de mener à bien leur difficile adaptation à l'économie réelle. Les importants efforts déployés par ces pays pour améliorer leur compétitivité portent leurs fruits. L'Espagne et l'Irlande, notamment,

résistent fort bien à la concurrence d'autres sites industriels, aidés en cela par la réduction des coûts salariaux unitaires. Il y a un peu plus d'un an, j'ai soutenu que l'Espagne allait devenir la «nouvelle Allemagne», et c'est désormais l'avis général des observateurs. Et l'accord de coalition entre le gouvernement et les membres du SPD qui prévoit une hausse des bas salaires et un plan d'amélioration des retraites - les retraités étant un segment de consommation important - va faire de l'Allemagne, à l'inverse, la nouvelle Espagne. L'essor du secteur immobilier se chargera du reste. Les anciens déséquilibres de la zone euro disparaissent de plus en plus.

La BCE et la classe politique sont cependant confrontées à une nouvelle menace. Alors que le risque d'une dislocation de la zone euro est écarté, cette région est menacée par une «japonisation». Les similitudes avec le Japon des années 90 sont évidentes. Les ménages dépensent moins, les banques n'ont pas encore ajusté leurs bilans, l'activité de prêt s'est ralentie, l'appréciation de la devise ne reflète pas la situation économique et la banque centrale se montre trop hésitante dans la lutte contre les pressions déflationnistes. La BCE évoque la pos-

sibilité d'instaurer un taux de dépôt négatif pour les banques et de lancer un vaste programme de rachat d'obligations. Etant donné l'opposition de l'Allemagne, l'obstacle pourrait s'avérer insurmontable. Ainsi, le taux d'intérêt réel de la zone euro dans son ensemble demeure nettement plus élevé que le présumé point d'équilibre négatif actuel du taux d'intérêt réel freinant la croissance et rappelant le cas japonais.

Cette situation constitue un défi tant pour la BCE que pour les organes nationaux de réglementation bancaire et les gouvernements. Lors du prochain examen des bilans des banques, les autorités de réglementation ainsi que la BCE devront s'assurer que les créances douteuses sont dûment évaluées et dépréciées et que les risques de financement sont bien identifiés. Les gouvernements devront être prêts à injecter des capitaux au besoin, en cas de pénurie de liquidités sur le marché. Sans un ajustement global des bilans des banques, le cycle du crédit ne pourra pas redémarrer. L'Espagne pourrait alors bien devenir la nouvelle Allemagne, mais l'Europe serait le nouveau Japon.

*Morgan Stanley

NORVÈGE: le fonds souverain investit dans l'immobilier à Boston

Le fonds de pension public de la Norvège, le plus gros fonds souverain au monde, a pris pour 238 millions de dollars 47,5% d'une tour de bureaux à Boston (États-Unis), a annoncé la banque centrale vendredi. Cette acquisition est la première opération d'une nouvelle coentreprise d'investissement dans l'immobilier entre le fonds norvégien et l'assureur américain MetLife, a indiqué la banque centrale. MetLife a lui-même acquis une part supplémentaire de 2,5% dans la tour One Financial Center, portant la sienne à 52,5%, et devenant ainsi le seul autre copropriétaire. Le fonds norvégien, qui pèse aujourd'hui 4.984 milliards de couronnes (585 milliards d'euros), s'étend peu à peu dans l'immobilier. Après plusieurs opérations en Europe, il a fait ses premiers pas aux États-Unis en février en rachetant pour 600 millions de dollars 49,9% dans cinq immeubles de bureaux à Washington, New York et Boston. Alimenté par les recettes pétrolières de l'État, le fonds est investi hors de Norvège essentiellement en actions (63,6% de son portefeuille) et en obligations (35,5%), l'immobilier ne représentant encore que 0,9% de ses actifs.

IPO: American Energy Capital Partners veut lever 2 milliards de dollars

Une société de prospection et forage pétrolier liée au patron déchu du groupe américain gazier Chesapeake veut entrer en Bourse aux États-Unis et espère lever jusqu'à deux milliards de dollars. American Energy Capital Partners propose de vendre 100 millions d'actions au prix de 20 dollars chacune. Les opérations de cette société seront gérées par AECP Management LLC, fondée en juillet par Aubrey McClendon, l'ex-patron de Chesapeake, qui avait été poussé à démissionner début 2013 après des soupçons d'abus de biens sociaux et alors que sous sa direction la société avait manqué le virage du pétrole de schiste, se focalisant sur l'exploitation gazière du schiste au moment où les prix plongeaient. A 2 milliards de dollars, ce serait l'une des plus grosses introductions boursières récentes.

IPO: Carbios lève 13 millions d'euros

La société de chimie verte Carbios, spécialisée dans la valorisation des déchets plastiques, a levé 13,1 millions d'euros à l'occasion de son introduction à la Bourse de Paris, qui porte sa capitalisation boursière à 52,45 millions. Carbios «annonce le succès de son introduction en bourse en vue de l'admission aux négociations de ses actions sur le marché Alternext», avec un «prix d'émission des actions nouvelles à 14,03 euros correspondant à la borne haute de la fourchette indicative de prix», indique-t-elle. «Ce prix correspond à une capitalisation boursière d'environ 52,45 millions d'euros», selon elle. «Le nombre de titres émis s'établit à 934.959, ce qui correspond à une augmentation de capital de 13,12 millions d'euros», ajoute-t-elle, en soulignant que «ce montant pourra être porté à un maximum de 14,15 millions d'euros en cas d'exercice de l'option de surallocation».