

Les émetteurs non européens ont mieux performé

OBLIGATAIRE. Le rallye est alimenté par l'idée que les acquisitions massives de la Banque centrale européenne vont pousser les investisseurs à chercher du rendement à l'étranger.

GIANNI PUGLIESE*

Depuis l'annonce de M. Draghi du 10 mars sur le programme d'achats de dettes d'entreprises non-bancaires européennes de qualité, les obligations qui ont tiré leur épingle du jeu sont étonnamment celles que la BCE n'envisage pas d'acheter. Les performances d'émetteurs non-européens ont surpassé celles des entreprises de la zone euro. Le rallye est alimenté par la supposition que les achats massifs de la BCE pousseront les investisseurs à chercher du rendement ailleurs et lorgneront du côté des émetteurs étrangers

offrant une rémunération supérieure. La BCE devrait débiter son programme vers la fin juin avec des montants mensuels avoisinant 4,5 milliards d'euros par mois, soit 54 milliards d'euros par an (Bloomberg). En guise de comparaison, les entreprises de la zone Euro ont émis 105 milliards d'euros de dette IG l'année dernière! L'indice Euro Corporate Foreign Issuers de BofAML indique une performance de 1,7% pour les obligations libellées en euros depuis le 10 mars, contre 1,6% pour les obligations locales. D'autre part, le rendement moyen à maturité des obligations étrangères est actuellement de 1,12% comparé à 1,02%

sur le segment local. Cet écart est susceptible de s'élargir dans la mesure où le programme d'achats devrait davantage compresser les rendements des emprunts locaux. Si tel devait être le cas, les emprunts étrangers gagneront encore en attractivité d'autant plus qu'ils offrent aussi la possibilité de se protéger contre une éventuelle déception du plan de la BCE. Mais des risques existent aussi. Les faibles coûts d'emprunt en zone Euro peuvent provoquer un afflux d'émissions étrangères et peser sur les prix du segment. D'autre part, favoriser les obligations étrangères peut aussi impliquer un coût d'opportunité si la BCE

devait introduire des mesures supplémentaires. La BCE avait commencé à acheter des obligations sécurisées en 2009. Les rendements moyens ont chuté à 0,2% par rapport à un niveau de 4% environ avant la crise financière de 2008 (indice BofAML). Les investisseurs qui anticipent des effets similaires sur les obligations d'entreprises ont déjà fait grimper les prix de celles potentiellement éligibles au programme. Les obligations étrangères n'ont donc pas fini de performer!

* Mirabaud & Cie

QUESTION SUR L'OPTION COUVERTE

La suite lucrative de l'opération Swisscom

Il y a deux semaines, vous aviez répondu à ma question relative à des ventes d'options sur des distances très courtes, sur des montants plus élevés que vos modèles précédents. Vous m'avez amplement comblé, et j'ai suivi votre conseil en vendant 50 puts Swisscom, échéance avril 2016, base 500 francs à 6,90 francs, alors que le titre cotait 522,50 francs. Aujourd'hui, après le dividende du 8 avril, l'action cote 497,40 francs et serais curieux de connaître la tactique à adopter.

MARTIAL DISERENS*

En fin de chronique du 4 avril dernier, j'avais d'ailleurs prévu une suite logique à ce court terme. Je rappelle tout de même que j'avais proposé un blocage de 250.000 francs sur un compte pour la garantie sur la vente des 50 puts Swisscom. Aujourd'hui 15 avril, échéance finale, continuant sur la même lancée, c'est-à-dire une opération à très court terme, je vous suggère de procéder de la manière suivante: Achetez en «closing» vos 50 puts Swisscom, échéance avril 2016, base 500 francs à 3,96 francs pour un débit de 1.980 francs bruts. Vous clôturez donc votre position du 31 mars dernier (date de la relève des cours). Immédiatement, et avec un écart en votre faveur que vous pouvez imposer à 8,67 francs, vendez en «opening» 50 (nouveaux) puts Swisscom, échéance mai 2016, base 500 francs à 12,63 francs, ceci pour un crédit de 6.315 francs

bruts. Vous constaterez d'une part, un encaissement de 4.335 (6315 - 1980) francs bruts, qui naturellement s'ajoute à votre vente de puts du 31 mars dernier vous ayant déjà rapporté 3.450 francs, et d'autre part, une nouvelle distance choisie sur seulement cinq semaines.

En résumé, l'activité des options couvertes, considérée comme une niche dans l'océan des possibilités de placements boursiers, offre aux personnes qui la maîtrisent, une réelle stratégie dont seuls les pratiquants connaissent leurs avantages et les résultats. Les cours ont été relevés le 15 avril 2016 à 9h30.

*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.

Rares et flagrantes divergences entre top down et bottom up

Les résultats vont éclaircir la situation. Une convergence des attentes bottom-up et top down pourrait se mettre en place.

NICOLAS VIALIS*

Alors que nous entrons au cœur de la saison de publication des résultats du 1^{er} trimestre 2016 des entreprises du S&P 500, JP Morgan a surpris le marché en annonçant des revenus légèrement meilleurs que prévu et un bénéfice net 11% supérieur aux attentes des analystes. Cette bonne nouvelle, associée à des données économiques positives concernant les exportations chinoises a propulsé le S&P 500 à des niveaux de la fin d'année 2015, avant la correction, et, dans son sillon, a fait rebondir l'indice européen très fortement, avec les secteurs des banques et ressources de base caracolant en tête respectivement à +6,2% et +7,3% sur la journée du 13 avril.

Cependant, de fortes divergences sont constatées entre estimations optimistes top-down des économistes pour le PIB et, à l'opposé, attentes pessimistes bottom-up des analystes concernant les ventes et profits des entreprises. Historiquement, il existe une relation très forte entre les attentes de croissance du PIB (agrégation des chiffres d'affaires des entreprises d'un pays)

et les attentes de croissance des ventes des entreprises les plus importantes (par exemple celles du S&P 500), ainsi qu'avec la croissance des profits de ces entreprises.

Au 1^{er} janvier 2016, aux États-Unis, cette relation était respec-

(révision 4X plus importante que la révision du PIB) et la croissance des profits de +4,9% à -0,2% (une révision 10 fois plus importante que celle du PIB). La faute aux entreprises liées au secteur Energie pensez-vous? En effet, leur impact est impor-

tant puisque les attentes des chiffres d'affaires du secteur pour 2016 sont passées de -1% au 1^{er} janvier à -16% aujourd'hui, mais elles ne représentent que 10% de l'indice. Donc, en excluant ces sociétés des estimations, les dissidences sont plus petites, mais demeurent importantes. Si la situation est anormale et préoccupante aux États-Unis, en Europe les analystes ont révisé encore plus drastiquement leurs attentes pour 2016 à la baisse, rendant les divergences entre le top down et bottom up encore plus grandes. Ainsi, en Europe, les attentes de PIB 2016 sont passées de 1,7%

au 1^{er} janvier à 1,5% aujourd'hui (révision moins importante qu'aux États-Unis). Par contre, les attentes de croissance des chiffres d'affaires ont été fortement révisés à la baisse, de +2,4% en début d'année à -1,6% aujourd'hui. Cette révision de 4 points de pourcentage du top line est énorme, c'est 2 fois plus que sur le S&P 500. Quant aux attentes de croissance de profits, elles sont passées de +5,8% à -3,6%, presque 10 points de pourcentage de révision!

Comme pour les États-Unis, le constat est moins extrême en excluant les sociétés du secteur lié à l'énergie, mais les révisions à la baisse restent importantes. La saison de publication des résultats va certainement éclaircir la situation actuelle. Une convergence des attentes bottom-up et top down pourrait se mettre en place. Tenez-vous donc prêts à vivre des révisions à la baisse des attentes de PIB et à la hausse des données microéconomiques des sociétés. Bonne ou mauvaise nouvelle, le marché en sera juge. Faites votre choix entre le camp du Ying ou du Yang.

* Bruellan Asset Management



DE LARGES DIVERGENCES SONT CONSTATÉES ENTRE ESTIMATIONS OPTIMISTES TOP-DOWN POUR LE PIB ET, À L'OPPOSÉ, ATTENTES PESSIMISTES BOTTOM-UP CONCERNANT LES VENTES ET PROFITS DES ENTREPRISES.

tée, avec des attentes de croissance de PIB pour l'année 2016 de 2,5%, des ventes des entreprises du S&P 500 attendues en croissance de 3,4% et des profits en croissance de 5%. Mais, très rapidement, de grosses différences sont apparues entre ces attentes, et elles sont généralement signe annonciateur de volatilité. Les économistes ont très légèrement révisé à la baisse leurs attentes du PIB 2016: de 2,5% à 2%. Les analystes ont également revu à la baisse leurs attentes de chiffres d'affaires, mais d'une façon beaucoup plus extrême: les attentes de croissance de ventes sont passées de +3,4% à +1,1%

tant puisque les attentes des chiffres d'affaires du secteur pour 2016 sont passées de -1% au 1^{er} janvier à -16% aujourd'hui, mais elles ne représentent que 10% de l'indice. Donc, en excluant ces sociétés des estimations, les dissidences sont plus petites, mais demeurent importantes. Si la situation est anormale et préoccupante aux États-Unis, en Europe les analystes ont révisé encore plus drastiquement leurs attentes pour 2016 à la baisse, rendant les divergences entre le top down et bottom up encore plus grandes. Ainsi, en Europe, les attentes de PIB 2016 sont passées de 1,7%

Pas d'exposition avant un week-end chargé

TAUX LONGS. Le marché a faiblement évolué vendredi.

Le marché de la dette en zone euro a connu de faibles variations vendredi dernier, les investisseurs évitant ainsi de s'exposer avec un week-end qui verra se réunir les pays exportateurs de pétrole au Qatar. «La séance est creuse, après un gros épisode de tension en début de semaine qui s'est ensuite calmé», a résumé Patrick Jacq, un stratège obligataire de BNP Paribas.

Les deux gros rendez-vous à l'horizon, à savoir la réunion de Doha sur le pétrole et celle de la Banque centrale européenne, favorisent un climat attentiste, a-t-il complété. «Sur le pétrole, les avis sont partagés, mais il y aura forcément

une réaction du marché en fonction du résultat», selon lui.

A 18h, le taux à 10 ans de l'Allemagne s'est détendu à 0,127% contre 0,167% jeudi à la clôture sur le marché secondaire. Celui de la France a aussi reculé à 0,471% contre 0,513%, celui de l'Espagne refluant légèrement à 1,497% contre 1,505%, tout comme celui de l'Italie à 1,334% contre 1,355%. En dehors de la zone euro, le taux britannique a baissé à 1,414% contre 1,450%. Aux États-Unis, le taux d'emprunt à 10 ans baissait à 1,750% contre 1,792%, tout comme celui à 30 ans à 2,556% contre 2,601%. Le taux à 2 ans était à 0,734% contre 0,766%. ■

Semaine très difficile pour l'or mais plutôt favorable à l'argent

MÉTAUX PRÉCIEUX. L'or a largement progressé lundi dernier jusqu'à 1262,86 dollars avant de repartir en nette baisse.

L'or a accusé le coup cette semaine, affecté par le regain de vigueur du dollar, tandis que l'argent a su profiter à l'inverse des faveurs des investisseurs en quête d'une alternative de placement moins chère que l'or.

S'il a nettement progressé lundi, jusqu'à atteindre 1262,86 dollars, un plus haut en plus de trois semaines, il est ensuite reparti en nette baisse, annulant quasiment la totalité de ses gains de la semaine précédente.

«L'or a connu une semaine douloureuse de déclin alors qu'une hausse des prix du pétrole combi-

née à une amélioration de l'appétit pour le risque et à un intérêt décroissant pour les valeurs refuges» a offert l'occasion aux investisseurs baissiers de faire chuter les prix, a relevé Lukman Otunuga, analyste chez FXTM.

Le billet vert a en effet été revigoré cette semaine par des commentaires de responsables de la Fed sur le fait que les taux d'intérêt américains pourraient être relevés plusieurs fois cette année, un mouvement qui rendrait le billet vert plus rémunérateur et donc plus attractif pour les investisseurs.

Or, toute hausse du dollar pèse à l'inverse sur les achats d'or, libellés dans la monnaie américaine, dont les achats sont dès lors rendus plus onéreux pour les investisseurs munis d'autres devises. «L'un des principaux facteurs pesant sur le prix (de l'or) est sans aucun doute le renforcement du dollar, qui a atteint (jeudi) un plus haut en deux semaines face à l'euro en dépit de données économiques américaines plus faibles», ont souligné les analystes de Commerzbank. Pour sa part, l'argent a au contraire profité à plein de son statut d'al-

ternative meilleur marché à l'or, bondissant même jusqu'à atteindre mercredi dernier 16,32 dollars l'once, au plus haut depuis la fin du mois d'octobre 2015, avant de se stabiliser.

«L'argent, qui au cours du mois dernier a bénéficié d'une demande croissante des investisseurs via les produits négociés sur les marchés (notamment les ETF ou exchange-traded fund, des fonds d'investissement adossés à des stocks physiques de métal), a décollé, laissant l'or derrière lui», a expliqué Ole Hansen, analyste chez Saxo Bank. ■