

Ralentissement de l'activité

SIX. Le chiffre d'affaires cumulé de janvier à octobre 2011 a été supérieur de 0,6% à celui des dix premiers mois de 2010.

L'activité a nettement ralenti en octobre 2011 à la Bourse suisse SIX Swiss Exchange et sur la plateforme des produits structurés Scoach Suisse. Le nombre total de transactions s'est élevé à 3.260.529, soit une baisse de 18,7% par rapport au mois précédent, indique SIX hier. Le chiffre d'affaires négocié a totalisé 81,1 milliards de francs, soit une baisse de 25% par rapport à septembre.

De janvier à octobre 2011, 34.137.915 transactions ont été enregistrées, soit une hausse de 16,1% par rapport à la même période de 2010. Le chiffre d'affaires cumulé de janvier à octobre 2011 a été supérieur de 0,6% à celui des dix premiers mois de 2010. La plus forte augmentation en volume a été enregistrée par les ETFs (+51,5%), devant les actions, y compris les fonds, ETSF et ETP (+16,1%). En valeur, la plus forte hausse est également revenue aux ETF (+51,3%), devant les produits structurés et warrants (+42,7%), alors que le chiffre d'affaires des emprunts internationaux et des actions, y compris les fonds, ETSF et ETP, s'est inscrit en recul, de respectivement 28,3% et 6,7%.

Entre janvier et octobre 2011, 44.662 produits structurés et warrants et 332 emprunts en francs ont été cotés, soit des hausses de respectivement 34,7% et 0,3% par rapport à la même période de l'année précédente. ■

Progression des CDS

L'annonce par la Grèce d'un référendum sur le plan de sauvetage a fortement influencé les mouvements.

Les CDS (credit default swaps), contrats d'assurance contre le défaut de remboursement, progressaient hier pour la grande majorité des pays, Etats-Unis et Allemagne compris, après l'annonce du référendum grec sur le plan de sauvetage européen.

Ces mouvements, qui concernent les pays les mieux notés comme les moins solvables, traduisaient l'inquiétude des investisseurs sur le marché de la dette, après la proposition grecque qui ravive la crise en zone euro.

Les CDS augmentaient particulièrement sur les pays européens les plus en difficulté. Vers 16h40, il était à 3516 points de base (+379 par rapport à la clôture de lundi) sur la Grèce, à 386 (+47) sur l'Espagne. Sur l'Italie, ils étaient à 508 (+61), soit proche du record de 537 atteint le 22 septembre.

Cela signifie par exemple que pour assurer 10 millions d'euros de dette italienne à échéance cinq ans, un investisseur devait s'acquitter de 508.000 euros chaque année. ■

L'utilité d'une couverture de risque

CHANGES. La réalité financière actuelle tend à démontrer que la couverture de changes s'impose fréquemment comme une assurance.

ALEXANDRE PRÊTRE*

La situation actuelle du marché des changes préoccupe l'ensemble des acteurs économiques. En particulier ceux tournés vers l'exportation. La récente intervention de la Banque nationale suisse (BNS) fixant un plancher de 1,20 au cours euro/franc suisse a certes procuré un répit bienvenu aux entreprises exportatrices. Mais elle n'a pas résolu tous les problèmes, loin s'en faut. Sans parler du contexte général qui pèse sur le volume d'affaires dans la plupart des branches, l'incertitude macro-économique, spécialement pour la zone euro, constitue un risque latent important quant à la capacité de la BNS de maintenir le cours fixé. Aucune entreprise ne devrait le sous-estimer.

Pourtant, nombre d'entre elles s'interrogent sur la pertinence de couvrir ce risque maintenant, alors que l'essentiel de la baisse de l'euro serait derrière nous. En d'autres termes, si une entreprise a pu, ces douze derniers mois, assumer, plus ou moins volontairement, voire activement, la baisse du cours, quel intérêt aurait-elle à acheter une couverture de change aujourd'hui? Surtout que cette assurance sera forcément coûteuse et que les chances d'une hausse de ce même cours, dans un avenir proche, sont a priori meilleures.

Répondre à cette question revient en fait à évaluer si la capacité de l'entreprise à absorber une baisse supplémentaire de l'euro justifie de s'épargner l'achat d'une couverture. Un exemple simple pour l'illustrer: supposons qu'une entreprise vende tous ses produits dans la zone euro pour l'équivalent de 100 francs et que l'ensemble de ses coûts totalise 85 francs. En vendant à terme à 12 mois, au prix fixe de 1,22 franc, son chif-

fre d'affaires en euros - qu'elle n'a pas encore encaissé mais qu'elle devra convertir en francs suisses pour payer ses charges -, elle s'assurera d'un cours plancher, quoi qu'il arrive sur les marchés. Une telle opération suscite encore souvent des réticences de la part des entrepreneurs qui y voient plus d'inconvénients que d'avantages. Pourtant, la réalité financière tendrait à démontrer que, d'un point de vue rationnel, la couverture de changes s'impose fréquemment comme l'option à retenir. On peut le démontrer en répondant aux trois arguments les plus souvent invoqués contre une opération de couverture.



TOUT ENTREPRENEUR DEVRAIT GARDER À L'ESPRIT CETTE RÈGLE D'OR: «LES MARCHÉS PEUVENT DEMEURER ILLOGIQUES BIEN PLUS LONGTEMPS QUE VOUS ET MOI NE POUVONS DEMEURER SOLVABLES.»

D'un point de vue technique, cette approche est inexacte dans la mesure où beaucoup de produits dérivés permettent à la fois de se couvrir du risque de baisse et de participer, partiellement, à la hausse du cours. Dans ce cas, le profit éventuel s'inscrit dans une fourchette qui dépend de l'appétit du risque qu'est disposé à prendre l'investisseur et de la prime qu'il est prêt à payer: plus les chances de franchir le palier fixé à la hausse ou la baisse («strike») sont élevées, moins la prime sera coûteuse. Mais l'argument le plus important concerne la gestion du risque de l'entreprise. D'un point de vue entrepreneurial, il y a une grande

différence entre limiter ou couvrir un risque de perte et rater une opportunité de gain. Dans le premier cas, l'entreprise assure à 100% un résultat minimum, alors que dans le second, elle spéculer sur un bénéfice éventuel. Or la probabilité de réalisation de ce profit est souvent inférieure à la perte potentielle. Si cette dernière se concrétise, elle peut avoir des conséquences autrement plus dommageables sur les résultats, coûtera de toute façon moins que les conséquences liées à un scénario du pire. Sans compter que les produits proposés sont flexibles: il est tout à fait possible d'assurer seulement une partie du risque, ce qui en réduit évidemment le coût. Le dernier élément de résistance fréquemment observé concerne l'adéquation de la couverture à la situation particulière de l'entreprise. Toute PME souhaiterait avoir une assurance de cours exactement adaptée au rythme de ses ventes ou de ses achats, qui la couvre dans tous les cas de figures et dans toutes les situations possibles de cours. Et, en plus, pour le moins cher possible! Cette situation idéale n'existe malheureusement pas. Néanmoins, un conseil professionnel permet souvent de dresser une liste des options possibles, de leurs coûts et de leur faisabilité par rapport à la situation particulière de l'entreprise. Au-delà de la couverture de risque absolue, il existe toute une échelle de limitation des risques de change qu'il vaut la peine d'aborder avec son conseiller habituel. Tout entrepreneur confronté à ces risques de change devrait en effet garder à l'esprit une des règles d'or du trading: «Les marchés peuvent demeurer illogiques bien plus longtemps que vous et moi ne pouvons demeurer solvables.»

La première forme d'opposition - la plus répandue aussi - consiste à se dire que la couverture choisie (simple option, vente à terme ou produit plus complexe) assurera certes un risque baissier. Mais elle limitera les gains sur une hausse du cours. En effet, dans un contrat de vente à terme, si le cours dépasse le prix fixe de CHF 1.22, l'entreprise sera quand même tenue contractuellement de vendre ses euros au cours prévu.

La protection contre cette baisse

voire sur les emplois ou même sur la pérennité de l'activité. C'est pourquoi la spéculation de générer un bénéfice potentiel ne devrait jamais fonder une décision de couverture de change. Le prix constitue la deuxième raison souvent mise en avant pour ne pas couvrir le risque de change. Sous cet angle, la décision revient finalement à mesurer quel impact peut avoir une baisse du cours sur la marge de l'entreprise et jusqu'à quel point cet impact est supportable. Dans l'exemple précité, si l'euro baissait de 15%, l'entreprise ne ferait plus de bénéfices (toutes choses étant égales par ailleurs). Une protection contre cette baisse

*Clientèle Entreprises, UBS Genève

La nette amélioration des grands indicateurs

PXP VIETNAM. La société lance un fonds ciblé sur les small et mid caps du Ho Chi Minh Stock Exchange.

NICOLETTE DE JONCAIRE

Lancer un fond de small et mid-caps vietnamiens peut paraître un véritable défi dans une phase de risk-off mais Kevin Snowball, CEO de PXP Vietnam, ne se laisse pas facilement décourager. Il vient rendre visite à ses investisseurs européens, et plus particulièrement suisses, pour annoncer le lancement de PXP Vietnam Value Fund, un fonds ouvert ciblé sur les petites et moyennes entreprises cotées au Ho Chi Minh Stock Exchange, avec des capitalisations entre 10 et 200 millions de dollars.

PXP Vietnam est le premier spécialiste des valeurs du marché vietnamien et son équipe de 24 analystes couvre entre 3 et 4 fois plus de sociétés que n'importe quelle autre institution financière, les firmes concurrentes couvrant à peine 10% des valeurs disponibles. Le gérant offre déjà deux fonds sans levier, PXP Vietnam Fund et Vietnam Emerging Equity Fund. A 76,6% en 2009, le premier surperformait significativement le VNI (Viet Nam Index) à 48,3%.

PXP Vietnam se sent tout à fait à même d'offrir des rendements significatifs en s'attaquant aux sociétés plus modestes mais plus rentables.

Le marché vietnamien, largement aux mains d'investisseurs locaux dont les évaluations sont extrêmement rudimentaires, s'est notablement enrichi. Passé de 202 titres en 2007 à 687 en 2011, il offre aujourd'hui une variété d'opportunités très supérieure et des prix historiquement bas, complètement décalés avec une hausse des EPS de 22% par an depuis 2008. Les assurances (excepté assurances-vie), par exemple, sont traitées à 0,36 de leur book-value (4,5 fois leur P/E) alors que le rendement de leur dividende est de 14,2% et que la pénétration du marché n'est que de 0,8%, offrant un énorme potentiel si l'on en juge par le degré de pénétration dans les pays voisins (Thaïlande 1,5%, Malaisie 1,6%, Corée du Sud 3,8%).

Autre référence, les sociétés d'exploitation portuaire vietnamiennes se sont considérablement restructurées au cours des dernières années. Les charges

d'exploitation qui représentaient 60% des comptes en 2007 sont tombées à moins de 25% en 2010, au bénéfice des marges d'exploitation qui sont passées de 25% à près de 40%, sur l'ensemble des sociétés cotées.

Les grands indicateurs économiques sont en nette amélioration. L'inflation, préoccupation principale, est en nette régression (18% cette année) et devrait tomber autour de 11 à 12% l'année prochaine grâce à la politique monétaire rigoureuse, confirmée lors des élections de juillet. Le déficit de la balance commerciale est également en régression et les exportations en hausse de 36%.

Les coûts et la qualité de la main d'œuvre attirent beaucoup d'entreprises, y compris chinoises, pour des productions à haute valeur ajoutée. Intel y a installé sa plus grande unité de production et Foxconn fabrique sur place une grande partie des composants de l'iPhone et de l'iPad. Nokia, Nestlé, Sanofi-Aventis et d'autres grandes multinationales y sont également implantés depuis de nombreuses années. ■

LES COÛTS ET LA QUALITÉ DE LA MAIN-D'ŒUVRE ATTIRENT BEAUCOUP D'ENTREPRISES POUR DES PRODUCTIONS À HAUTE VALEUR AJOUTÉE.

Les métaux industriels chutent lourdement

LME. L'aluminium, le cuivre et le nickel ont perdu près de 5%. Les inquiétudes sur la zone euro ont participé à cette baisse.

Les prix des métaux industriels échangés sur le London Metal Exchange (LME) baissaient fortement hier en cours d'échanges européens, le cuivre et l'aluminium perdant près de 5%, ébranlés par les inquiétudes sur la zone euro mais aussi par un indicateur décevant en Chine.

En milieu d'après-midi, la tonne de cuivre pour livraison dans trois mois a glissé jusqu'à 7635 dollars, soit une baisse de 4,6% par rapport à la clôture de la veille. A la même heure, l'aluminium tombait à 2117 dollars la tonne (-4,6%) et le nickel à 18.650 dollars la tonne (-5,1%).

Alors qu'ils avaient vigoureusement rebondi la semaine passée, «les métaux de base sont à nouveau sous pression», notamment en raison des inquiétudes sur la demande chinoise, observaient les analystes de Commerzbank. Selon un indicateur officiel publié hier, l'activité manufacturière en Chine, premier consommateur mondial de métaux industriels, a, contre toute attente, sensiblement ralenti en octobre.

«Même si un atterrissage brutal n'est pas en vue, l'économie chinoise continue de subir un ralentissement progressif», soulignaient les experts de Commerzbank.

Par ailleurs, «le scepticisme croissant sur l'accord conclu la semaine dernière dans la zone euro accroît les difficultés du marché. L'euphorie éphémère qui avait suivi a laissé place à une vente massive des actifs jugés risqués», dont les métaux, ajoutait Robin Bhar, analyste de Crédit Agricole CIB.

Le marché des métaux pâtissait de la chute des Bourses européennes et de la prudence des opérateurs, après l'annonce lundi soir d'un référendum en Grèce sur l'accord conclu jeudi à Bruxelles. Ce qui ravive les craintes d'un défaut de paiement du pays et d'une aggravation de la crise des dettes souveraines.

Le dépôt de bilan, lundi, de l'américain MF Global, un important courtier de matières premières, «contribuait également à entretenir la volatilité des prix», notait Robin Bhar.

Parmi les métaux échangés au LME, seul l'étain parvenait à limiter ses pertes, toujours soutenu par les tensions sur l'offre mondiale de ce métal.

La majorité des producteurs d'étain d'Indonésie (premier exportateur mondial) a annoncé lundi son intention de prolonger jusqu'à la fin de l'année l'arrêt de leurs exportations, commencé il a un mois en vue de faire remonter les cours - un mouvement qui paralyse de facto plus de 30% de la production mondiale. ■