

## NOUVEAUX PRODUITS

## CREDIT SUISSE:

## Discount General Electric

Credit Suisse émis mardi le certificat discount DCSEG (ISIN CH0240086519) sur l'action General Electric, échéance 25 novembre 2015. Le produit affiche un discount (décote) de 7,12%, d'après les données SIX Structured Products, hier après la clôture. Le cap est fixé à 26 dollars, soit 0,45% environ en-dessous du cours spot actuel. Le rendement maximal p.a. est pour l'heure de 7,85%.

## ZKB: Discount Roche

La Banque cantonale de Zurich (ZKB) a émis mardi le certificat discount ROGDZ (ISIN CH0253471277) sur l'action Roche, échéance 24 novembre 2015. Le produit est assorti d'un discount effectif de 7,24%, d'après les données SIX Structured Products, hier après la clôture. Le cap est fixé à 290 francs ou 0,68% au-dessous du cours spot de 291,90 francs. ROGDZ affiche un rendement maximal p.a. de 8,03%.

## PERFORMANCES

## DIREXION: 300% Daily Jr. Gold Miners: +14%

L'exchange-traded note (ETN) Direxion Daily Jr Gld Mnrs Bull 3X ETF (JNUG:US) bondissait de plus de 14% en intraday à 4,01 dollars, hier à New York, peu avant la clôture. Cet ETN à levier cherche à répliquer 300% de la performance quotidienne, avant frais de gestion et commissions, de l'indice Market Vectors TM Junior Gold Miners Index. Le fonds place au moins 80% de ses actifs dans des positions longues sur les titres compris dans l'indice et/ou dans des instruments financiers offrant une exposition à l'indice.

## POWERSHARES: DB US Deflation ETN: +11,25%

L'exchange-traded note (ETN) PowerShares DB US Deflation ETN (DEFL:US) était en hausse de 11,25% à 55,77 dollars, hier à New York, peu avant la clôture. Ce petit ETN de 4,8 millions de dollars cherche à reproduire la performance quotidienne, nette des frais, de la référence DBIQ Duration-Adjusted Deflation Index. Celui-ci a pour objectif de répliquer les changements des attentes de marché quant à l'inflation future, telle que mesurées à travers la différentiel de rendement entre les Treasury Inflation Protected Securities (TIPS) et les obligations US Treasuries, à durées équivalentes. Afin de se doter d'une exposition aux anticipations de marché baissières relatives à l'inflation, l'ETN prend des positions courtes notionnelles sur les TIPS combinée à une position longue sur les US Treasuries.

# Le découplage des prix du gaz

Les cours du gaz européen sont encore liés à ceux du pétrole. La désindexation progresse mais l'abandon de South Stream soulève des questions.

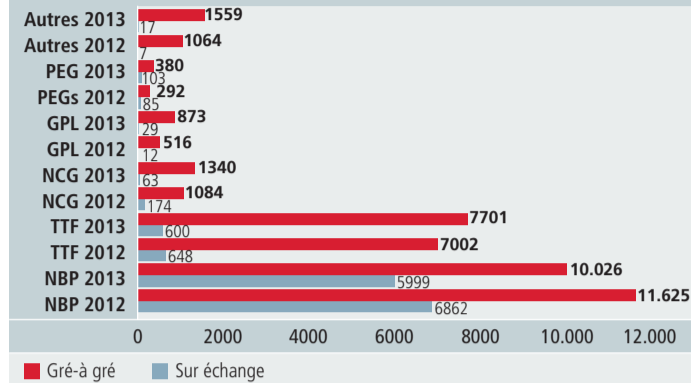
NICOLETTE DE JONCAIRE

Dans l'optique de l'abandon du projet de gazoduc South Stream, annoncé hier par la Russie, l'avenir des centres d'échanges gaziers européens prend un relief particulier.

Abordés par Noradèle Radjai de l'étude Lalive à la conférence Global Energy à Genève, ces centres sont encore jeunes à l'exception du National Balancing Point (NBP), le hub britannique né en 1996. Déjà évoquée (*L'Agefi du 27 octobre*), la problématique de la formation des prix du gaz est en pleine évolution en Europe. La consommation du gaz naturel, et plus particulièrement celle du gaz naturel liquéfié (GNL), est amenée à croître plus rapidement que celle des autres combustibles fossiles.

Depuis son origine, le prix du gaz repose sur des contrats à long terme entre fournisseurs et acheteurs évalués sur le prix du brut en raison de la liquidité et de la transparence du marché spot du pétrole. Or, au lendemain de la crise financière, alors que les prix du pétrole rebondissaient fortement en 2009, la demande de gaz européenne restait faible en raison de la récession et d'un surplus des contrats gaziers existants. Depuis, la production de gaz de schiste et le développement de la compétition entre fournisseurs de combustibles se sont accélérées et la demande de pétrole et de gaz

## COMPARAISON DE CENTRES GAZIERS EUROPÉENS



Aujourd'hui seuls les centres britannique et néerlandais sont à maturité.

LEBA, ICE, ICE-Endex, EEX, Powernet, CEGH, GME, P.Heather, Lalive

sont aujourd'hui segmentées. Le gaz est en compétition avec le pétrole dans le chauffage résidentiel et dans la production d'électricité. La concurrence directe dans le domaine des transports, encore embryonnaire, fait partie des évolutions futures. Les contrats à long terme sont largement en cours de renégociation depuis la crise et l'établissement d'un prix du gaz, indépendant de celui du pétrole, est en formation.

Comme l'expliquait Noradèle Radjai, pour que l'établissement des prix du gaz soit dissocié de ceux du pétrole, le gaz doit être négocié activement dans de bonnes conditions d'offre, d'accès à une infrastructure appropriée, de profondeur suffisante du marché et de volonté politique.

Un certain nombre de centres gaziers se sont déjà établis en Eu-

rope. Le plus important, évoqué plus haut, le NBP, négociait plus de 16.000 térawatt-heure (TWh) en 2013 dont les deux tiers de gré-à-gré. Le second en taille (et le plus dynamique) est le Title Transfer Facility (TTF) né aux Pays-Bas en 2007. Les volumes négociés sur ce hub se montaient à un peu plus de 8000 térawatt-heure (TWh) en 2013. Il existe deux centres en Allemagne (NVG et Gaspool) datant tous deux de 2009, un en Belgique à Zeebrugge (ZEE 2009) et un second hub virtuel créé en 2012, trois en France (PEG Nord, PEG Sud et PEG TGIF 2004), un en Autriche (Baumgarten CEGH) et un en Italie (PSV 2003). Sans compter quelques centres mineurs sans activité en Espagne ou en Danemark. Certains pays, la Pologne, la Roumanie et la Grèce,

ont également planifié des centres régionaux à venir. Aujourd'hui seuls les centres britannique et hollandais sont à maturité.

Le processus de libéralisation du prix du gaz est long. Même aux Etats-Unis ou en Grande-Bretagne, il a duré 15 à 20 ans. Les marchés européens ne sont pas encore murs et leur émergence dépendra de la libéralisation prévue pour 2015. Peu de centres émergeront comme centres de fixation des prix. On observe toutefois une évolution de la formation des prix en Europe depuis 2008: très différenciés au départ, les prix fixés dans les différents hubs européens tendent aujourd'hui à être corrélés. Mais le poids des contrats à long terme traditionnels reste important et la flexibilité ne touche que des volumes relativement faibles. La résistance à la transformation des prix dépend largement de l'origine des flux. La transition du pricing vers le spot est très avancée sur le marché britannique. Elle est aussi en bonne voie pour le gaz du pipeline norvégien sur le TTF. Le gaz du pipeline russe est en renégociation et rencontre certaines résistances à la désindexation au pétrole mais c'est surtout sur le gaz en provenance d'Afrique du Nord que le découplage prouve être difficile. La part du gaz négocié sur le NBP représente environ la moitié des flux, cette proportion tombe à 33% sur

le TTF et reste au-dessous de 25% en Allemagne, en France et en Italie.

Les renégociations des contrats à long terme ont déjà réduit l'indexation entre prix du gaz et prix du pétrole pour les rendre compétitifs avec les prix spot des hubs. Ce phénomène est surtout visible au nord-ouest de l'Europe. Dans la zone méditerranéenne, gaz et pétrole restent fortement couplés. En Grande-Bretagne, le prix de l'ensemble de l'approvisionnement de gaz est fixé sur la base du NBP. Les nouveaux contrats s'attachent à garantir les volumes davantage que les prix. Dans le reste de l'Europe, les marchés gaziers continuent à évoluer lentement. Il est encore difficile de se livrer à des conjectures sur l'effet de l'abandon du pipeline South Stream annoncé hier par Vladimir Poutine. Reste que Gazprom livre environ 30% du gaz européen (dont à peu près 15% via l'Ukraine). La portée de l'accord entre la Russie et la Turquie et de l'émergence d'un hub gazier en Turquie sur le prix du gaz en Europe restent encore à examiner. ■

LE PROCESSUS DE LIBÉRALISATION DU PRIX DU GAZ EST LONG.

IL A DURÉ 15 À 20 ANS MÊME AUX ETATS-UNIS OU EN GRANDE-BRETAGNE.

## L'efficacité de la réplification mesurée de façon scientifique

**LYXOR.** Un outil pour l'analyse et la sélection d'ETF. Les explications du responsable du marché suisse.

SÉBASTIEN RUCHE

Même s'ils sont tous censés répliquer des indices, tous les ETF ne sont pas égaux, en termes de performances comme en termes de coût pour les investisseurs. Lyxor a donc mis au point un outil d'analyse des fonds indiciels cotés, qui mesure l'efficacité des ETF et permet de les comparer entre eux. Tous les ETF ne sont pas égaux. Des écarts de performance par



GAËTAN DELCULEE. La valeur d'un ETF ne se résume pas aux frais.

rapport à leur benchmark peuvent atteindre des montants dépassant largement les frais de gestion, tandis que ces derniers peuvent varier selon un facteur dix sur le marché.

Troisième émetteur d'ETF en Europe, Lyxor AM, filiale du groupe Société Générale a donc créé un indicateur permettant d'agrèger les paramètres clés des ETF.

Basé sur une étude académique de Marlène Hassine et Thierry Roncalli (respectivement responsable de la recherche sur les ETF et responsable de la recherche quantitative chez Lyxor), cet outil repose sur trois facteurs fondamentaux: la différence de performance entre un ETF et son benchmark (appelée «tracking difference»); la volatilité de cette différence de performance («tracking error»); et la liquidité. L'efficacité d'un ETF est calculée en appliquant la value at risk

sur ces trois paramètres afin de déterminer, en pourcentage, le risque que l'ETF dévie de son benchmark.

Dans la pratique, une surperformance plus marquée par rapport au benchmark contribuera à une meilleure efficacité d'un ETF. En revanche, un spread bid-ask plus large ou une volatilité plus marquée de la tracking error le rendront moins efficace.

A titre d'exemple, un ETF affichant une efficacité de -50 points de base aura exactement 5% de chances de provoquer une perte relative à son indice dépassant 50 points de base.

À côté de la performance, l'attractivité d'un ETF repose également sur ses frais de gestion.

Les investisseurs se sensibilisent peu à peu à la question de l'efficacité, relève Gaëtan Delculee, responsable des ventes ETF pour l'Europe francophone chez Lyxor AM. De manière générale, les clients particuliers attachent encore beaucoup plus d'importance aux frais de gestion des produits en portefeuille.

Les particuliers veulent parfois avant tout s'assurer qu'ils ont choisi l'ETF le moins cher en matière de frais, mais pas forcément le meilleur en performance. En revanche, les banques privées, et plus encore les caisses de pen-

sion, sont très sensibles à ces questions, poursuit Gaëtan Delculee. Par ailleurs, la fin de l'année approchant, ces derniers peuvent demander ses aux émetteurs d'ETF leurs anticipations de performances par rapport aux indices pour 2015.

«Sur les ETF utilisant un mode de réplification via des swaps, il est possible d'obtenir une indication plus précise de leur performance future, en points de base par rapport à l'indice. C'est ainsi que nous pouvons avoir une forte visibilité pour l'année prochaine, pour autant que les marchés ne connaissent pas de chocs majeurs».

Par rapport au S&P 500, Lyxor prévoit de surperformer d'une vingtaine de points de base l'an prochain (en net total return et après les frais de gestion). Pour 2014, les 25 points de base visés seront probablement dépassés. Pour les produits exposés aux marchés émergents, la marge d'erreur prise est généralement plus importante. ■

L'EFFICACITÉ REPOSE SUR LA TRACKING DIFFÉRENCE, LA TRACKING ERROR ET LA LIQUIDITÉ.

La cotation est envisagée

**VALE.** L'opération portera sur une fraction minoritaire du capital de la filiale du groupe minier basé à Saint-Prex.

Le groupe minier brésilien Vale réfléchit à une mise en Bourse de ses activités dans les métaux non ferreux, a indiqué son directeur général Murilo Ferreira lors d'une présentation aux investisseurs américains. L'opération porterait sur une fraction minoritaire du capital de cette filiale, a ajouté M. Ferreira.

La division susceptible d'être introduite en Bourse regroupe en particulier les activités de Vale dans le nickel et le cuivre. La production de ces deux métaux assurée par le brésilien est en hausse régulière, puisqu'elle devrait passer de 260.000 tonnes l'an dernier à 316.000 tonnes en 2016 pour le nickel et de 370.000 tonnes l'an dernier à 450.000 tonnes en 2016 pour le cuivre. Ce secteur a dégagé l'an dernier un excédent brut d'exploitation (Ebitda) de 1,6 milliard de dollars, qui devrait passer à 2,5 milliard cette année et à 4,0-6,0 milliards en 2015, à la faveur de la montée en puissance de plusieurs projets.

Selon les propos de M. Ferreira rapportés par le *Financial Times*, Vale pourrait vendre de 30 à 40% du capital de sa filiale, qu'il pense pouvoir valoriser jusqu'à 35 milliards de dollars. ■

**DIVERSIFIEZ VOTRE PORTEFEUILLE**  
avec les Options & Futures



swissquote.ch/optionsfutures

SWISSQUOTE