

La nécessité de la hausse

MATIÈRES PREMIÈRES. Le moment opportun et la possibilité de maximiser la plus-value.

JEREMY BAKER*

Les matières premières sont un actif cyclique dont les cours grimpent en flèche puis s'effondrent. Cette cyclicité s'explique par différents facteurs d'ordre systémique. Cependant, chaque phase d'effondrement est liée à la disparition de l'offre excédentaire, une disparition qui résulte de la chute des dépenses d'investissement consenties par les producteurs. Or, c'est précisément à ce stade qu'il est possible de maximiser la plus-value qui peut être tirée de l'évolution des cours des matières premières. Pour les investisseurs, toute la difficulté réside dans le fait que cette période est caractérisée par l'incertitude quant à l'avenir.

Victimes de leur biais cognitif et émotionnel, les investisseurs commettent alors l'erreur de penser que lorsqu'un actif a récemment traversé une phase de contreperformance, celle-ci va se répéter. Mais entre-temps le marché subit un rééquilibrage normal qui s'exprime au travers de cours des matières premières égaux ou inférieurs à leurs coûts marginaux de production. Cette faiblesse débouche sur une limitation de l'offre et de l'activité économique des producteurs, une évolution qui suffit à absorber les excédents.

IL EST FAUX DE PENSER QUE LORSQU'UN ACTIF A TRAVERSÉ UNE PHASE DE CONTREPERFORMANCE, CELLE-CI VA SE RÉPÉTER.

Ce faisant il se recrée une prime à la raréfaction de l'offre future. Cette prime devient manifeste dans l'évolution des prix à terme du Brent, par exemple. A très court terme, la courbe de ces prix est ascendante ce qui indique un «contango» ou offre excédentaire mais, à partir de septembre 2017, cette courbe devient descendante ce qui est synonyme de «backwardation» ou raréfaction de l'offre. Tant les consommateurs de matières premières physiques que les producteurs sont généralement plus actifs sur les échéances longues des marchés à terme et ils donnent ainsi une indication de leurs anticipations. Ces dernières viennent confirmer les résultats de notre recherche fondamentale prospective. Toutes choses égales par ailleurs, elle prévoit en effet que les cours du brut sur le marché mondial seront fortement volatils pour 2018 et jusqu'en 2019.

Si les investisseurs adoptent les conclusions de la finance comportementale, notamment en ce qui concerne le biais émotionnel, alors ils devraient également accepter le fait que ce ne sont pas seulement les niveaux de cours actuels des matières premières qui créent d'excellentes opportunités en termes de risque/rendement, mais que leur hausse est indispensable pour recréer une dynamique à long terme du côté de l'offre.

* Vontobel Asset Management

Des bons du Trésor émis à 50 ou 100 ans

ÉTATS-UNIS. C'est la réflexion qui a été mise sur la table par Steven Mnuchin.

Les Etats-Unis ont relancé l'idée d'émettre un bon du Trésor de très longue durée, à 50 ou 100 ans: une façon d'emprunter plus et à moindre coût, comme l'ont fait de nombreux pays européens, en profitant des faibles taux d'intérêts.

Le nouveau secrétaire au Trésor américain Steven Mnuchin a révélé jeudi avoir demandé à ses équipes d'explorer la faisabilité de l'émission de titres d'emprunt avec une maturité d'un demi-siècle et voire d'un siècle.

«Je pense que c'est une sérieuse question que nous devrions explorer. Savoir si lever de l'argent sur 50 ans ou 100 ans avec une prime faible est une possibilité qu'il est intéressant d'examiner», a-t-il dit.

Cela constituerait un changement historique sur le marché des bons du Trésor américains, fort de 14.000 milliards de dollars, et dont la durée maximale est actuellement de 30 ans.

De nombreux pays empruntent à 50 ans comme l'Italie, la France, l'Espagne, la Grande-Bretagne et le Canada. Le Mexique mais aussi l'Irlande et la Belgique ont émis des bons à 100 ans.

Aux Etats-Unis, l'idée d'un bon de très longue durée a déjà été évoquée sous l'administration Obama mais n'a jamais dépassé le stade de projet, du fait surtout de considérations politiques, affirment des experts.

«L'idée (...) n'a jamais eu beaucoup de soutien à Washington», explique à l'AFP Jim Vogel, vice-président de FTN Financial. «Les responsables politiques préfèrent

donner l'impression qu'ils vont diminuer la dette» et non pas emprunter plus en créant de nouveaux instruments.

«D'habitude, on émet ce genre de bons quand on veut emprunter beaucoup», a renchéri Diana Swonk, de DS Economics, sur la radio NPR, se demandant si c'était vraiment «le signal que le gouvernement voulait envoyer». Techniquement, l'Etat fédéral serait bien avisé d'emprunter à long terme et à moindre coût, en profitant des taux d'intérêt bas alors que ceux-ci vont bientôt augmenter, comme l'a promis la Réserve fédérale.

Ces bons «devraient faire faire des économies» dans le service de la dette, assure M. Vogel.

L'autre avantage pour l'Etat et les investisseurs serait d'apporter de la «flexibilité» dans la gestion des emprunts fédéraux, souligne-t-il.

Les bons à 50 ou 100 ans permettraient ainsi d'emprunter davantage sans exercer de pression à la hausse sur les rendements des autres titres populaires, émis à 30, 10 ou 5 ans. Ces rendements ont d'ailleurs baissé jeudi dernier au moment de l'annonce de cet éventuel nouveau produit par M. Mnuchin.

L'introduction d'un tel titre est néanmoins délicate: il faut en émettre suffisamment pour garantir sa liquidité et mais pas trop pour éviter de devoir se retrouver avec un imposant «albatros» si le succès n'est pas au rendez-vous, a encore expliqué M. Vogel.

D'autres économistes soulèvent des objections sur l'attrait d'un

bon à 50 ou 100 ans qui peut être très vulnérable à l'inflation sur une période aussi longue. Si la hausse des prix est loin d'être une inquiétude pour l'instant aux Etats-Unis, le pays a aussi connu des périodes d'hyper-inflation au cours d'une histoire pas si lointaine.

«Il faut que ces bons soient indexés sur l'inflation autrement, en tant qu'épargnant, vous prenez un sérieux pari sur le cours de l'inflation dans 50 ou 100 ans», relève Laurence Kotlikoff, économiste et professeur à l'Université de Boston. La Grande-Bretagne a déjà émis des titres de longue durée indexés sur la hausse des prix.

Les Etats-Unis aussi offrent déjà des obligations protégées de l'inflation à 5, 10 ans et 30 ans, ce qui semble suffisant pour le marché aux yeux de Jim Vogel.

Mais selon M. Kotlikoff, si l'inflation devait suivre la même voie qu'au cours des 100 dernières années, les prix vont être multipliés par 200, ce qui revient à dire qu'un dollar investi vaudra un demi penny dans un siècle.

«Ce type de titres pourrait tromper le public qui sera floué par l'inflation et sujet à ce qu'on appelle l'illusion monétaire en perdant une part significative de ses économies», ajoute ce professeur, connu pour ses positions tranchées sur les dangers des déficits publics.

Si M. Mnuchin «parle d'un bon indexé sur l'inflation, il est mon héros. S'il parle d'un bon non-indexé, cela s'apparente à une malversation», a-t-il résumé. ■

L'efficace lifting des sociétés minières

OBLIGATAIRE. Leur programmes d'assainissement révèlent des résultats impressionnants. Ces groupes redeviennent même compatibles avec une notation «investment grade».

CATHERINE REICHLIN*

Depuis quelques semaines, la littérature sur la résilience des marchés émergents foisonne. Les fondamentaux s'améliorent, les performances ont le vent en poupe et les flux retrouvent le chemin de ces marchés temporairement délaissés au lendemain de l'élection de M. Trump. Quelle autre grille de lecture utiliser pour observer ce phénomène? L'analyse du spectaculaire redressement des sociétés du secteur «mines et métaux» offre une lecture alternative. Alors qu'il y a un peu plus d'un an, les Anglo American, Glencore et autre Vale plongeaient en bourse, Glencore avait notamment vu le cours de son titre passer de 300 pences à 70 pences, leur performance depuis février 2016 a gommé ces déviations.

Le point d'inflexion coïncide avec les révisions des agences de notation qui avaient déclassé de nombreuses sociétés en «high yield»: effondrement du prix des matières premières, chute libre des résultats et un niveau d'endettement trop élevé expliquent la dégradation des notes.

De nombreuses sociétés ont réagi rapidement et avec efficacité: programmes de cessions d'actifs, de réduction des coûts et repositionnement stratégique. Des programmes drastiques qui, à peine un an après leur lancement, révèlent des résultats impressionnants.

Anglo American a pulvérisé tous les objectifs que le management s'était fixé en février 2016. La

dette, qui devait être réduite à 10 milliards de dollars, se situe à 8,5 milliards et va continuer d'être réduite (objectif 2017: 7 milliards). Les résultats financiers sont dans la même veine avec un EBITDA de 6,1 milliards (objectif 4,5 milliards) et un FCF de 2,6 milliards (objectif 2,2 milliards). Si l'amélioration des ratios financiers les rend compatibles avec une notation «investment grade», une stabilisation sera nécessaire avant d'envisager cette révision. A cela s'ajoute l'étonnante décision du management de revenir sur son nouveau positionnement stratégique. Après avoir choisi de se focaliser sur trois secteurs il y a un an (cuivre, platine, diamants), le management revient sur son plan de cession et conserve les activités de charbon et de nickel. Une décision qui étonne et soulève des questions qui nous rappelle que la gestion du risque spécifique demeure une priorité.

Chez Glencore la situation s'est aussi améliorée au point que le groupe envisage de payer un dividende extraordinaire pour récompenser des actionnaires qui ont subi deux années difficiles. Le groupe envisage même des acquisitions ciblées compte tenu de la robustesse de sa structure financière! Les groupes miniers peuvent se targuer de leur réactivité et leurs efforts ont indiscutablement été considérables. Mais le retour en force des marchés émergents et la reprise du prix des commodities dans ce retour en grâce ne doivent pas être négligés.

* Mirabaud & Cie

BBGI ESG Swiss Equities / Janvier 2017

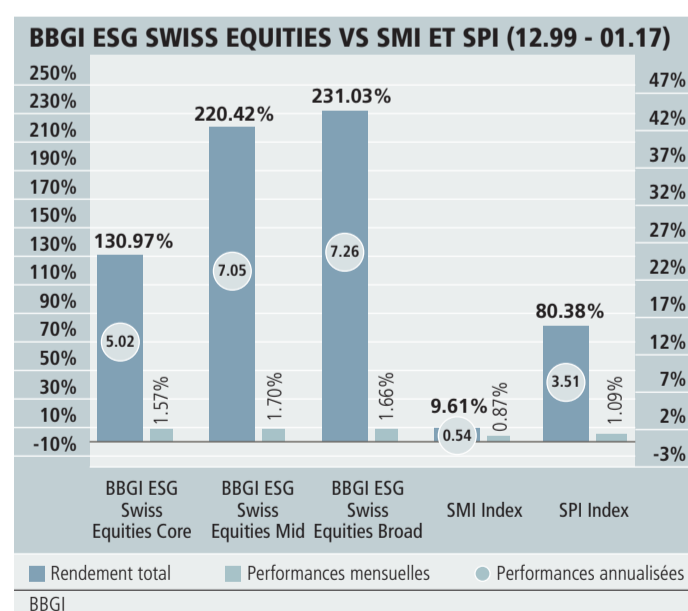
Les actions suisses ESG en hausse

ALAIN FREYMOND*

En janvier, les actions suisses ont profité d'un climat d'investissement encore relativement serein sur les marchés. Les plus grandes capitalisations, représentées par l'indice SMI (+0,87%), ont ainsi légèrement avancé alors que l'indice des petites capitalisations grimpe de +1,95% en janvier. Les «mid caps» affichent quant à elles la plus importante progression au cours de ce premier mois de l'année (+2,13%). En ce qui concerne la situation conjoncturelle, l'économie suisse s'est montrée robuste en 2016, malgré le niveau toujours élevé du franc. La dynamique devrait se maintenir en 2017, et pourrait même gagner encore en vigueur: les pressions à la hausse sur le franc devraient en effet peu à peu se tarir avec l'amélioration des conditions économiques en Europe. L'indice PMI des directeurs d'achat a certes cédé -1,6 points en janvier (à 54,6), mais il demeure confortablement installé en zone de croissance. Le baromètre conjoncturel du KOF a lui aussi subi un léger mouvement à la baisse en janvier par rapport

au mois de décembre et s'établit à 101,7 points, un niveau toutefois toujours supérieur à sa moyenne pluriannuelle. Dans le contexte évoqué, les indices BBGI ESG Swiss Equities surperforment assez nettement les indices traditionnels du marché suisse au cours du mois de janvier: l'indice «Core», composé de 20 «large caps», gagne +1,57%, contre +1,70% et +1,66% pour les indices «Mid» et «Broad», respectivement composés de 40 et 60 sociétés. Les indices SMI et SPI affichent +0,87% et +1,09% en janvier.

En ce qui concerne les préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG), le groupe Credit Suisse, avec Goldman Sachs et Bank of America, était visé en début de mois par une plainte déposée par des actionnaires de la société VirnetX, les accusant d'avoir cherché à cacher leurs opérations de «naked short selling» sur le titre, participant à la perte de valeur observée. UBS, avec Standard Chartered et KPMG, faisait pour sa part l'objet d'une plainte de l'autorité de régulation des marchés hongkongais, concernant



de potentiels manquements dans l'introduction en bourse de China Forestry Holdings, dont la cotation est suspendue depuis 2011. Si les fraudes évoquées pour Credit Suisse et UBS étaient avérées, le comité d'investissement pourrait agir par une diminution des ratings ESG respectifs.

La société Nestlé était ensuite mentionnée dans une affaire da-

tant de 2005 au sujet du travail des enfants chez ses sous-traitants en Côte d'Ivoire. Vraisemblablement avéré, le cas a en effet rebondi en ce début d'année avec le dépôt d'une plainte devant la justice américaine, au motif que les employés de Nestlé aux Etats-Unis avaient connaissance des faits, sans avoir cherché à agir. Le sujet est forcément d'importance; le comité des indices souligne ce-

pendant que la société est aujourd'hui reconnue comme un exemple à suivre pour les entreprises du chocolat, notamment par la International Cocoa Initiative (ICI) en raison des efforts fournis pour contrôler et éviter le travail des enfants chez ses sous-traitants, par le biais du Child Labour Monitoring and Remediation System utilisé depuis 2012.

La conclusion du rachat de Syngenta par ChemChina a également soulevé quelques controverses, notamment parce que l'accord conduirait à augmenter la concentration dans un secteur dans lequel gravite déjà un nombre restreint de grands acteurs. L'accès pour les fermiers à un choix suffisant de graines et de produits serait ainsi menacé, selon Margrethe Vestager, commissaire chargée de la concurrence pour l'UE. À ce sujet, BBGI Group rappelle que le rachat, quoiqu'en bonne voie, demeure soumis à conditions et les modalités finales de ce dernier détermineront le degré de concentration du secteur.

* BBGI