



7 raisons pour investir sélectivement en février 2016

Baisse des profits - Dévaluation du yuan - Récession américaine - Chute du brut - Faillites pétrolières aux Etats-Unis - Secteur bancaire à risque - Impuissance des banques centrales.

Points clés

- De risk-on à risk-off, les investisseurs prennent peur et renversent leurs positions
- Les actifs refuges, les cours de l'or, des mines et des obligations en profitent
- Consolidation des ventes et des profits des entreprises, opportunités à long terme
- Quelle dévaluation du yuan en 2016 ?
- Stabilisation du yuan à 6.5\$
- Risque exagéré d'affaiblissement de la conjoncture US, la consommation reste solide
- La chute du brut sème la panique
- Faillites de sociétés pétrolières aux Etats-Unis, hausse du taux de défaut
- Secteur bancaire à risque : pas si évident
- Impuissance des banques centrales relative
- Opportunités de repositionnement en actions

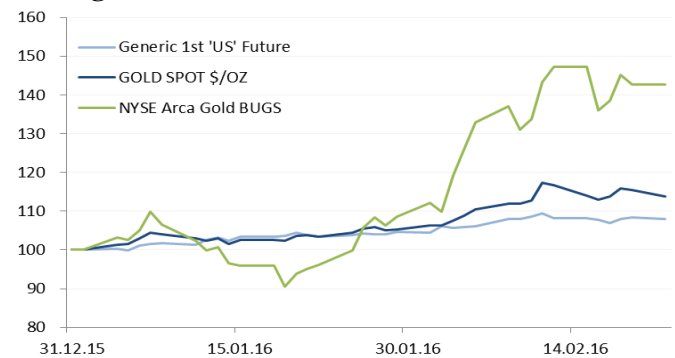
De risk-on à risk-off ...

En quelques semaines, depuis le début d'année, les investisseurs ont complètement renversé leur appréciation des opportunités et des risques pour l'année en cours. « Exit » les perspectives de relance conjoncturelle, c'est désormais le retour des craintes de ralentissement économique et de risques systémiques qui a pris le dessus.

La dévaluation du yuan, couplée à la chute des actions chinoises et à celle des cours du brut ont servi de premier catalyseur à ce changement de perception. Les risques de défaut dans le secteur pétrolier, puis des risques de crédit du secteur bancaire ont ensuite encore exacerbé les inquiétudes avant que la méfiance sur la capacité d'intervention des banques centrales ne gagne finalement du terrain et ne fasse définitivement basculer vers le pessimisme total l'humeur des marchés financiers.

Après six semaines, l'année boursière 2016 s'est donc bien mal engagée en signant des performances négatives sur la plupart des actifs à l'exception des actifs refuges comme l'or, les mines d'or ou les obligations du Trésor, qui ont profité de ce renversement complet de situation.

Obligations du trésor US 10 ans – or – mines d'or

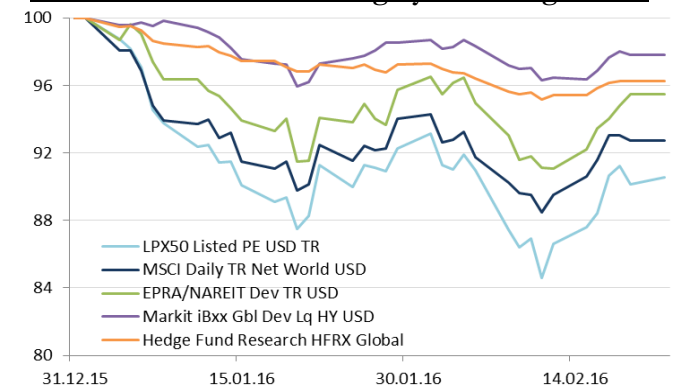


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En quelques jours l'appréciation des risques et des opportunités s'est donc renversée, provoquant des dégagements et des pertes de valeur souvent très substantielles pour la majorité des autres actifs.

Ces corrections de valeur représentent toutefois selon nous une opportunité de repositionnement.

Actions-immobilier-PE-High yield-Hedge funds



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En novembre, nous relevions qu'à 2100 points, la récente hausse des actions américaines suggérait une consolidation et de probables prises de profits, d'autant que la hausse avait été concentrée sur un nombre limité de valeurs.

Nous estimions alors probable d'assister à une baisse de l'indice S&P500 de l'ordre de -5%.

Cette correction attendue dans un contexte de croissance économique confirmée aux Etats-Unis a finalement été plus intense en raison de la conjonction de facteurs évoquée précédemment et en particulier de la remise en question sans doute infondée de la dynamique économique américaine. Nous verrons plus loin dans quelle mesure la conjoncture américaine est selon nous véritablement ou non « à risque ». Mais on constate tout de même au 4^{ème} trimestre quelques difficultés du côté des entreprises à maintenir une dynamique de croissance des profits et des ventes.

1. Consolidation des ventes et des bénéfices des entreprises...valorisation attrayantes

Selon les résultats des sociétés du S&P500 reportés pour le 4^{ème} trimestre 2015, les bénéfices des sociétés américaines se sont réduits de -6.6% sous l'impulsion des chutes de profits dans le segment énergie (-73%) et matériaux de base (-20.5%). Elles montrent toutefois une surprise positive moyenne de +3.7%, alors que 80% d'entre elles ont déjà publié leurs chiffres. A l'exception du secteur des télécommunications légèrement décevant (-2.5%) mais en forte croissance (+25%), tous les autres secteurs ont enregistré des surprises positives s'échelonnant de +0.5% à +17.5%, relevant ainsi un excès de prudence des analyses. Le secteur des matériaux de base enregistre la plus forte surprise positive très largement au-dessus des attentes pour le 4^{ème} trimestre. La croissance des bénéficiaires y a été moins négative qu'initialement estimé. Mais la santé (+4.4%), la consommation (+4.9%) et le secteur technologique (+5.6%) ont aussi surpris favorablement.

Du côté des ventes, le chiffre d'affaire moyen réalisé s'est établi en ligne avec les attentes et en baisse d'environ -4%. Seuls les secteurs de la santé (+8.3%), de la consommation de services (+5.4%) et télécommunication (+12%) parviennent à développer leurs ventes.

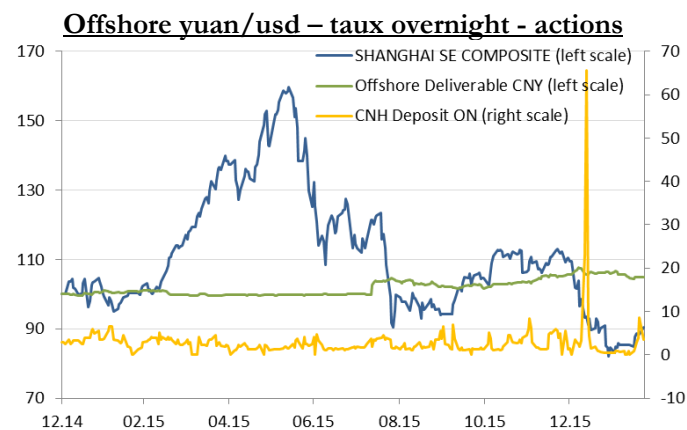
En Europe, la croissance des ventes (-13%) et des bénéfices (-12.7%) subit également un frein, mais si les ventes surprennent positivement en moyenne (+2.1%), les bénéfices déçoivent (-4.4%) par deux développements opposés dans le secteur énergie (+44.2%) et finance (-21.8%) ; la croissance des profits

dans ces deux secteurs a été particulièrement négative (-25.1% et respectivement -29.4%). Ce tassement des ventes et des profits a certes été surestimé, mais les craintes d'une poursuite de cette dynamique négative restent présentes.

Il est important de pouvoir compter sur un renforcement des perspectives de croissance en 2016 pour permettre un renversement de la situation. Mais les corrections de valorisation offrent une opportunité à long terme.

2. Quelle dévaluation du yuan en 2016 ?

Le début de l'année 2016 avait été marqué par une baisse du yuan de -1.7% en quatre jours, qui avait vu la devise chinoise passer de 6.57 à 6.68 contre le dollar. Les autorités chinoises ont réagi cette fois pour lutter contre la spéculation par une hausse brutale des taux « overnight » qui a renversé la tendance. Le yuan « offshore » est de fait rapidement repassé en-dessous de son cours du 31 décembre et s'apprécie en fait de +1%. Il se traite à 6.5/USD à peine en hausse de +4.6% depuis son point bas de juillet 2015. Ce point nous permet de relever que si le gouvernement chinois souhaite peut-être effectivement que la valeur du yuan soit plus influencée par les fondamentaux économiques et les forces du marché (conditions indispensable pour l'intégration dans les DTS et l'internationalisation du yuan), il ne veut pas laisser le champ libre aux spéculateurs dont l'objectif semble clairement de parier sur une dévaluation plus nette du yuan. Le ralentissement chinois justifie peut-être un certain réajustement du yuan, mais rappelons que le FMI ne considérerait plus le yuan comme sous-évalué avant sa décision d'introduction de la devise chinoise dans les DTS (Droits de tirage spéciaux). La hausse des taux overnight pour contrer la spéculation a produit les effets escomptés et le taux de change s'est stabilisé.



En ce qui concerne les actions, la baisse du yuan a été l'un des facteurs ayant déclenché le processus de vente. Mais

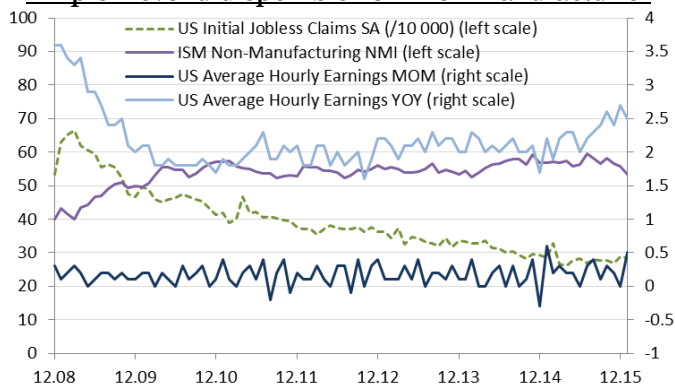
les pressions vendeuses devraient selon nous s'apaiser tant sur le yuan que sur le marché actions.

Le yuan devrait se stabiliser autour de 6.5 contre dollar.

3. Affaiblissement de la conjoncture américaine

Au cours des dernières semaines, malgré une baisse du taux de chômage en-dessous de 5%, les estimations moyennes de croissance annualisée du PIB américain attendues pour le 1^{er} trimestre ont été révisées de +2.5% à +2%. L'indicateur avancé du secteur non-manufacturier reste positif, mais il enregistre un tassement de 55.9 à 53.5 en janvier. Les prévisions pour l'évolution des dépenses de consommation sont par contre toujours stables à +2.7%, ce qui nous semble consistant avec une poursuite de l'amélioration sur le front de l'emploi. Les demandes d'allocation chômage ont chuté à leur plus bas niveau des trois derniers mois (262'000), montrant à nouveau la bonne forme du marché de l'emploi. La banque centrale reste particulièrement attentive à la situation du marché du travail dans son appréciation des conditions économiques pour la conduite de sa politique. Le marché de l'emploi est évidemment très corrélé au PIB et le bon comportement actuel de ce marché est une indication importante de la résistance de l'économie américaine aux incertitudes évoquées depuis le début de l'année et aux éventuels risques d'affaiblissement conjoncturel. Le taux de chômage à 4.9% n'est certainement plus loin du niveau favorisant la croissance des salaires. La hausse moyenne de +0.5% en un mois des revenus des salariés est ainsi la plus forte progression depuis un an et indique peut-être l'apparition des premières sources de tensions favorables aux travailleurs. Si cette nouvelle est positive pour l'économie et la consommation, elle constitue un nouveau challenge pour le maintien des marges et des profits des entreprises. Par ailleurs, la chute des cours du brut renforce aussi le sentiment positif des ménages et accroît leur pouvoir d'achat.

Emploi-revenu disponible-ISM non manufacturier



Sources: BBGI Group S.A

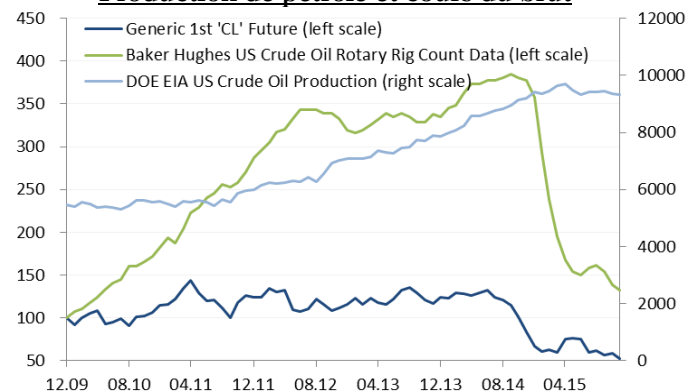
La croissance devrait donc encore être soutenue en 2016 par une accélération de la consommation.

Les risques de récession aux Etats-Unis sont de ce fait très largement exagérés. La chute des rendements à long terme des obligations et celle des marchés actions devrait rapidement s'interrompre.

4. La chute du brut sème la panique

La guerre commerciale engagée entre l'Arabie saoudite et l'industrie du pétrole non conventionnel aux Etats-Unis avait largement affecté les cours du brut en 2014 et 2015, mais elle a très vite trouvé en janvier un nouvel épisode brûlant. La fin des sanctions à l'encontre de l'Iran annoncée après le succès des contrôles opérés sur l'état du programme nucléaire iranien a ainsi remis le feu aux poudres et fait plonger de -28% les prix du brut en dix séances de bourse de 36 à 26.5\$ le baril, dans le contexte évoqué plus haut de dépréciation du yuan et de nouvelles craintes de ralentissement mondial. Le retour de l'Iran et de sa production de brut sur le marché était pourtant anticipé dès l'été 2015 et n'est donc pas un fait nouveau. C'est pourtant bien du côté de l'offre que réside le problème, car nous ne considérons pas que la baisse des cours du brut reflète un déséquilibre du marché imputable à la demande. La baisse des cours est positive pour la plupart des économies développées et leurs consommateurs; elle aura même un effet stimulant sur la demande d'énergie. C'est avant tout le contexte de début d'année qui a progressivement exacerbé les peurs et l'anticipation que les tensions entre l'Arabie saoudite et l'Iran ne permettraient plus un accord entre membres de l'OPEP pour tenter de juguler la chute des cours. Cela dit, l'excès de l'offre nous semble toujours imputable en grande partie au doublement de la production américaine en cinq ans (de 4.5 mbj à 10mbj).

Production de pétrole et cours du brut



Sources: BBGI Group S.A

La chute de -75% du nombre de puits en activité aux Etats-Unis semble pourtant bien démontrer l'efficacité de la stratégie de prix bas voulue pour affaiblir les producteurs à prix élevés, mais la production ne montre

toujours pas les signes d'un affaissement significatif. De même, les stocks restent stables et peinent à décliner en raison certainement aussi d'un hiver clément. Toutefois, la stabilisation des prix observée depuis un mois nous semble poser un challenge aux spéculateurs dont les positions « net short future » ont été multipliées par quatre depuis juin 2014.

Le retournement des positions baissières très importantes sera un facteur significatif dans le rebond probable des cours du brut.

5. Faillites de pétrolières aux Etats-Unis

La chute des cours du brut a relancé les interrogations sur la capacité des sociétés pétrolières américaines à survivre à la chute des prix et à l'effondrement de leurs marges et de leurs cash flows. En effet, la chute de -75% des cours a un impact similaire sur les ventes et le cash flows du secteur. Les producteurs aux coûts de production élevés sont plus en danger à l'image de toute l'industrie du pétrole de schiste en particulier. Si certains ont pu hedger une partie de leur production à terme (un an) en 2014 et ainsi résister quelques temps à la première chute des cours de 100 à 50\$, l'année 2015 et ce début 2016 constituent véritablement un challenge insurmontable pour beaucoup. Une remontée prochaine des cours pourrait permettre d'éviter le pire, mais il faudra alors sans doute une baisse de la production suffisante pour envisager un rééquilibrage de l'offre à la demande. Le secteur du pétrole de schiste verra une hausse des taux de défaut et passera par une phase de consolidation et de restructuration.

Au cours actuels, les « blue chips » de l'énergie nous semblent au contraire présenter des opportunités d'investissement.

6. Secteur bancaire à risque ?

Les investisseurs s'inquiètent de l'engagement des banques dans le secteur énergétique et s'intéressent de plus près à la diminution des marges liées à la baisse des taux d'intérêt et l'aplatissement de la courbe des taux.

L'exposition au secteur énergie des banques n'est pas si importante. Les sociétés du secteur se sont plutôt financées par l'émission d'obligations et peu par le crédit bancaire. Ce risque nous semble en particulier surestimé pour ce qui est notamment des banques européennes. Par contre, les taux négatifs en euros réduisent les marges des banques du fait que celles-ci ne peuvent passer cette baisse systématiquement à leurs clients. Mais au-delà de ce point, relevons aussi que les banques ont fortement augmenté leurs fonds propres et qu'en Italie la création d'une « Bad Bank » permettra d'améliorer les bilans des banques en sortant ces actifs « non performants ».

L'appréciation des risques du secteur bancaire nous paraît excessive, même en l'absence d'une remontée pourtant probable des cours du brut vers 50\$.

7. Impuissance des banques centrales ?

Depuis 2008, les banques centrales sont omniprésentes pour lutter contre les risques systémiques et soutenir la croissance. Ces dernières années, les marchés financiers ont même eu un peu trop tendance à penser qu'elles seraient garantes d'une progression organisée des actifs financiers. Or, en ce début d'année, la méfiance s'est installée et l'on s'interroge sur leur capacité à contrer les forces négatives en action. Aux Etats-Unis, les perspectives de hausses de taux directeurs s'éloignent. Mais pour l'instant, c'est surtout deux appréciations différentes de la situation qui s'opposent. Les banques centrales regrettent sans doute toujours l'absence d'inflation, mais elles se rassurent encore par le fait que les statistiques laissent toujours planer l'espoir d'un renforcement conjoncturel soutenu par la consommation. Elles n'ont donc pour l'instant pas de raison d'agir autrement.

Conclusion

Les marchés financiers ont certainement à nouveau anticipé une récession qui ne se matérialisera pas. Les risques sont certes présents, mais ils nous semblent déjà bien intégrés dans les cours des actifs pour que des opportunités d'investissement se présentent aux niveaux actuels sur les marchés actions.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch