



FINANCIÈRE
ARBEVEL

10-12, avenue de Messine
75008 PARIS - FRANCE
Tél. : +33 (0)1 56 59 11 33 - Fax : +33 (0)1 56 59 11 39
www.arbevel.com

Paris le 8 février 2016,

« Que nous disent les entreprises sur les perturbations actuelles ? »

Ce début d'année est pour le moins volatil, et la consolidation violente, parfaitement corrélée entre de nombreuses classes d'actifs en a surpris plus d'un. Si la situation macro-économique mondiale ne nous semble pas présenter de risques récessifs majeurs, les publications des entreprises qui commencent à s'accumuler éclairent la situation d'un jour nouveau. En effet, depuis 2008, les entrepreneurs ont pris l'habitude de faire preuve d'une grande prudence, afin d'éviter d'être surpris par des mouvements adverses. Ainsi pour Financière Arbevel, le message des entrepreneurs est désormais un complément crucial à l'analyse macro-économique globale. Dans ce contexte, les messages récents nous semblent confirmer notre vision optimiste de long terme. Dès lors, nous pensons que le fondamental finira par reprendre le dessus sur une analyse trop court-termiste. Comme nous l'avons déjà écrit, l'histoire nous rappelle que des mouvements de corrections de plus de 10% ont eu lieu chaque année depuis le rétablissement de 2009, parfois même plusieurs fois par an, cela n'empêchant les performances de fin d'année d'être satisfaisantes.

« La récession en Chine ? Peut-être pour les théoriciens du complot, pas pour les entreprises ! »

Les économistes sont nombreux désormais à dire que les chiffres publiés par la Chine sont truqués. Autant donc se baser sur les résultats des entreprises, plus fiables. Ces dernières s'accordent à dire que le ralentissement chinois n'est pas nouveau puisqu'il a débuté en 2014. Les entrepreneurs restent confiants. Ainsi le président de Daimler annonce s'attendre à une progression du marché automobile chinois de 8% cette année (il compte même y gagner des parts de marché). En 2015, Mercedes enregistrait des ventes en progression de 41% en Chine, et poursuit sur sa lancée en janvier annonçant des ventes en progression de 52% sur le mois. De la même manière, Kuka, fabricant de robot allemand, qualifie le marché chinois d'extrêmement dynamique offrant le plus d'opportunités à long terme. LVMH s'attend à une nouvelle progression de son activité en 2016, similaire à celle de 2015, malgré les fluctuations des devises.

Au total, pas d'inquiétudes, d'autant plus que la baisse de la croissance chinoise correspond à la transition normale de pays émergent à pays développé, et que cette baisse doit se regarder en parallèle de la hausse du poids de son économie dans le PIB mondial. Ainsi en 2006, la création de richesse chinoise s'élevait à 27.000 milliards de dollars, elle était de 115.000 milliards en 2015. S'il est évident que compte tenu de l'effet base maintenir des taux de croissance à deux chiffres paraît difficile ce n'est pas une menace pour les marchés, loin de là.



« Les entreprises américaines souffrent ? Peut-être au niveau des valorisations... »

Quelques Cassandre tentent de nous faire croire à l'effondrement de l'économie américaine, pourtant au regard des derniers chiffres publiés, il est difficile de s'en convaincre. Fin janvier, le taux de chômage est voisin du plein emploi et s'établit à 4.9%, avec un taux de participation toujours en progression. Les salaires affichent leur plus forte progression mensuelle depuis 2009, le nombre d'heures travaillées progresse. L'industrie manufacturière censée représenter le point faible de l'économie américaine créée à nouveau des emplois. Si on met de côté l'industrie du gaz de schiste, le message des entreprises est pourtant positif. En effet, selon Barclays, sur 58% des sociétés du S&P500 qui ont publié leurs résultats, plus de 70% ont surpris positivement sur leur capacité bénéficiaire, secteur de la santé et des technologies en tête. Par ailleurs, les entreprises de croissance que nous suivons continuent à progresser vivement. Au final, notre vision de l'environnement américain est simple : une économie saine, des entreprises attractives, mais des valorisations très tendues dans un contexte de taux zéro qui se termine. Pas de menace pour la stabilité mondiale donc, mais un marché moins attractif que son homologue européen.

« Le pétrole facteur de déstabilisation ? Probablement à court terme, mais pas sur nos secteurs »

Nul ne sait où le baril terminera sa course. Si l'excès d'offre a initié la baisse des prix du brut, la financiarisation de cet actif l'a accéléré. A Chicago, sur le mercantile exchange, les positions spéculatives de ventes à découvert ont été réduites de plus d'un tiers la semaine dernière. Est-ce cela qui explique le rebond du cours du brut au dessus des 30\$, les spéculateurs prenant peur et craignant un accord entre pays membre et non membre de l'OPEP ?

Si l'incertitude demeure, il est difficile dans une approche fondamentale de se positionner sur les titres parapétroliers dont le profil de croissance reste durablement affecté par la baisse des investissements des pétroliers intégrés. De la même façon, le secteur bancaire, au delà de son opacité naturelle, souffre de son exposition aux secteurs des matières premières et plus généralement de son absence de leviers opérationnels. Ainsi notre sous-pondération du secteur ne trahit pas une crainte de crash bancaire, mais davantage une rentabilité structurellement affaiblie.

« Conclusion : Du côté des entreprises, tout va bien »

Dans ce climat d'incertitudes, où l'on aime prêter attention uniquement aux mauvaises nouvelles, où le technique, le trading algorithmique et l'aspect spéculatif prend le dessus sur les fondamentaux, nous décidons de rester proches de nos entreprises, n'oubliant pas que la capitalisation boursière d'une entreprise est censée refléter l'actualisation de ses cashflows à l'infini. Nos équipes de gestion ont rencontré plus de 100 sociétés en ce début d'année, dans des secteurs divers et variés. La plupart d'entre elles s'accordent à dire que l'Europe se porte mieux, les Etats-Unis sont en ligne, et le ralentissement de la Chine avait doré et déjà débuté en 2014 et que cela ne devrait constituer une surprise pour personne. La seule zone sur laquelle de nombreuses inquiétudes persistent reste le Brésil.

Nous évoluons dans des marchés qui semblent avoir perdu un peu la raison. Il serait temps que nos régulateurs redonnent à la bourse ses lettres de noblesse, une place d'échange entre entreprises à la recherche de capitaux et investisseurs capables de les accompagner.



Malheureusement, ces mêmes régulateurs sont convaincus que détenir une action Nestlé est plus risqué qu'une obligation haut rendement non notée ! Bale III et Solvency II ont fait disparaître des marchés les amortisseurs de chocs historiques que sont les investisseurs institutionnels, laissant ainsi le marché libre au trading algorithmique, trackers indiciels leveragés et autres produits structurés qui dans leur fonctionnement amplifient les mouvements de volatilité.

Compte tenu de l'environnement complexe dans lequel nous évoluons, nous n'avons pas modifié notre allocation. Nous demeurons à surpondérer sur les actifs européens – actions et crédit, et à sous-pondérer sur les actions américaines et restons à l'écart de tout actif émergent, quel qu'il soit. Notre exposition à l'Europe se justifie par des niveaux de valorisations attractifs, eut égard à la visibilité sur la croissance macro-économique et aux perspectives de croissance des entreprises.

Nous avons rencontré des phases de corrections similaires dans le passé. Celle-ci est particulièrement violente car elle touche toutes les classes d'actifs sans discernement. Dans cette période anxieuse, nous faisons le choix délibéré de rester attentif aux discours des entreprises dans lesquelles nous sommes investis et de leur fondamentaux, restant convaincus que le marché reprendra raison et saura valoriser à leur juste valeur leurs résultats. L'heure n'est donc pas à céder à la panique ni capituler mais plutôt à saisir les opportunités européennes et domestiques, qui seront créatrices de valeur à long terme.

Achevée de rédiger le 8 février 2016

L'équipe de gestion

