

Au moment où chaque société de gestion ou broker a proposé sa stratégie 2015 ou va le faire prochainement, nous conservons deux idées à l'esprit qui peuvent apparaître contradictoires : le consensus n'a pas toujours tort. Mais il vaut mieux éviter de fonder sa stratégie d'investissement sur le consensus.



Fin 2013, aucun stratège ne voyait l'Ukraine comme un risque majeur ou le pétrole s'effondrer et la plupart anticipait une surperformance de la zone euro.

Ce mois-ci, nous vous proposons quelques idées non-consensuelles. Certaines sont déjà mises en œuvre dans nos « allocations ETF ».

Que penser du pétrole ?



La chute vertigineuse du pétrole a surpris tous les stratèges en 2014. Certain le voit désormais à 20\$. Les raisons fondamentales existent pour justifier la baisse : le ralentissement mondial dans un contexte de rigidité de l'offre. La hausse du dollar exacerbe ce phénomène. Mais la nouveauté qui a débousolé les intervenants, est que l'Arabie Saoudite ne joue plus son rôle de régulateur des cours. Jusqu'à présent, elle modulait sa production en fonction des prix afin que consommateurs et producteurs y trouvent leur compte. Pour 2 raisons liées au fort développement du pétrole de schiste américain, cette politique n'est plus d'actualité.

D'un point de vue économique d'abord. La baisse des cours satisfait l'Arabie Saoudite car elle met sous pression les producteurs américains.

En effet, le point mort (breakeven), le niveau de cours en dessous duquel une production n'est plus rentable, est bien plus élevé aux Etats-Unis qu'en Arabie Saoudite. Ainsi, en laissant s'effondrer les cours, l'Arabie Saoudite souhaite regagner des parts de marché.

La seconde raison est géopolitique. Le pétrole de schiste américain permet désormais de garantir l'indépendance énergétique du pays. Cela inquiète l'Arabie Saoudite. En effet, il existe un accord tacite entre les pays du Golfe, à dominante Sunnite, et les Etats-Unis. Les premiers fournissent le pétrole et les seconds les protègent de la menace Chiite, c'est-à-dire de l'Iran mais surtout, plus récemment, de la menace de l'Etat Islamique. En étant énergétiquement indépendant, les Etats-Unis pourraient estimer cette protection étant moins nécessaire. De plus, depuis la présidence Obama, les américains ont réduit les ambitions de leur politique étrangère. Ils se sont rapprochés de l'Iran, en particulier depuis l'élection de Rohani. Le roi Abdallah souhaite reprendre la main. La baisse du pétrole l'y aidera et affaiblira l'Iran. Parallèlement, l'administration Obama voit sans doute d'un bon œil les difficultés de la Russie et le gain de pouvoir d'achat des consommateurs américains. Et ensuite ?

Autour de 50\$ le baril, aucun producteur de pétrole de schiste américain n'est rentable. Selon une étude de WoodMackenzie, l'exploitation américaine la plus rentable est « Eagle Ford Karnes » dont le breakeven se situe à 55\$. La moyenne des autres exploitations est plutôt autour de 70\$, soit 45% au-dessus des cours actuels. En dehors de la Norvège, dont le breakeven est à 40\$, aucun autre pays producteur n'est rentable. Le breakeven de l'Arabie Saoudite est à 93-105\$ (source WSJ). Bien sûr les réserves de chacun, permettront aux acteurs les plus solides de tenir. D'autres mettront en œuvre des économies qui feront baisser leur point mort. Mais, les cours actuels ne peuvent satisfaire aucun producteur*. Le prix d'équilibre du pétrole est donc certainement bien plus élevé que les niveaux actuels. Reste à déterminer le moment pour acheter.

D'un point de vue fondamental, il est probablement trop tôt pour escompter un rebond durable des cours. En effet, l'objectif de l'Arabie Saoudite n'est pas encore atteint. Les producteurs américains n'ont pas encore

Enfin, les pays consommateurs de pétrole, qui se sont réjouis jusqu'à présent, pourraient faire entendre un autre son de cloche si la baisse n'était pas enrayée. En effet, l'avantage qu'ils tirent de la baisse pétrole n'est pas linéaire. A partir d'un certain niveau, que les économistes de Capital Economics évaluent à 40\$, les effets négatifs pourraient contrebalancer les effets positifs pour deux raisons. D'une part, les risques de spirale déflationniste deviendraient réels. D'autre part, les difficultés des pays producteurs pourraient se diffuser dans l'économie mondiale. Par exemple, même si l'économie russe ne représente pas un poids significatif au niveau mondial, les conséquences d'un défaut obligatoire seraient ressenties partout.

(*) On pourrait faire l'hypothèse osée que M. Poutine ne serait pas si mécontente si le pétrole poursuivait une chute qui la pousserait à faire défaut sur sa dette comme en 1998. La grande majorité de la dette étant détenue par des non-résidents, ce serait une manière de répondre aux sanctions occidentales. Poutine pourrait se dire : « quitte à souffrir, autant ne pas être le seul. »



En 2015, la recherche de performance ne doit pas imposer uniquement d'acheter les gagnants d'hier : les valeurs défensives américaines et la Chine. Rien n'oblige pour autant à acheter des actifs de qualité moyenne, comme la zone euro, sous le seul prétexte qu'ils ne sont pas chers. La Corée du Sud nous semble être un marché de qualité et sous-valorisé. D'abord, rappelons que le pays est classé par Bloomberg comme le pays le plus innovant au monde en 2014. Le pays possède des fleurons internationaux comme Samsung, Kia Motors ou Hyundai Motor. Il s'agit de la 13^e économie mondiale. Elle devrait croître de 3% en 2014 et 2015. Son taux de chômage est inférieur à 4%.

Pourtant, il est délaissé depuis plusieurs années. Il est au même niveau qu'il y a 4 ans, soit une performance moindre que l'EuroStoxx50. Pourtant, l'économie coréenne a bénéficié de son exposition aux économies chinoises et américaines, lesquelles ont été résistantes ces dernières années. L'explication est double. Le won coréen est resté très vigoureux face au dollar et s'est envolé contre le yen. La concurrence des entreprises nippones a fait rage. D'autre part, Samsung, qui pèse environ 25% de l'indice, déçoit depuis 2 ans.

La bataille commerciale entre Samsung et Apple a vu le premier doubler le second dans sa course aux parts de marché. 2014 a mis un terme à cette tendance. La sortie de l'iPhone 6 a éclipsé les nouveautés de Samsung. Dans le même temps, Samsung a perdu des parts de marché dans l'entrée de gamme sous la pression des chinois Xiaomi et Lenovo.

Résultat : Samsung a annoncé une chute de 60% de son résultat opérationnel. Mais Samsung n'est pas le prochain Nokia ou Blackberry. Nous analysons cette situation comme une faiblesse dans le cycle produit de Samsung. Difficile d'être révolutionnaire tous les ans. 2015 se présente sous de meilleurs auspices. Le smartphone Samsung Galaxy S6 devrait introduire un écran flexible tandis que prochain iPhone ne verrait pas de grand changement selon les analystes de JPMorgan. Ensuite, Samsung va réduire sa gamme de 30%. Le Galaxy Alpha vient déjà de faire les frais de cette restructuration. Enfin, la division semi-conducteur se porte très bien. La capitalisation actuelle ne tiendrait compte que de la division semi-conducteur plus le cash.

Pourquoi la Corée mérite mieux :

- Les valorisations sont très attractives. Un prix sur actif de 1 et un Price earning ajusté du cycle (CAPE) à 12. La valorisation est donc plus basse que celle de la France.
- Le poids de ses importations de matières premières par rapport à son économie est le plus important des pays asiatiques. Il profitera donc pleinement de la baisse actuelle.
- Le won a commencé à baisser depuis l'été contre le dollar et surtout, le yen semble avoir maintenant pleinement intégré l'augmentation du bilan de la Banque Centrale Japonaise. La tendance haussière pourrait donc s'inverser d'autant que la Banque Centrale Coréenne se tient prête à agir.

2 catalyseurs qui pourraient mettre un terme à cette sous-valorisation en 2015 :

- La Corée du sud et la Chine vont probablement signer en 2015 un accord permettant aux sociétés du premier d'accéder plus facilement aux marchés du second. Cela sera l'aboutissement de 3 ans de discussions. La Chine souhaite réduire la zone d'influence des Etats-Unis dans la région, au bénéfice de la Corée du Sud. Le pays est déjà bien implanté. C'est un des rares pays à avoir une balance commerciale positive avec la Chine.

- Surtout, les sociétés coréennes ont été jusqu'à présent relativement avares avec leurs actionnaires. En effet, le payout ratio (part des résultats distribués aux actionnaires) à 14% est un des plus faibles au monde. Cela est en train de changer. Sous l'impulsion du nouveau ministre des finances, les sociétés vont être incitées à distribuer une plus grande part de leurs bénéfices. Par exemple, les bénéfices non investis et non distribués vont subir une taxe supplémentaire de 10%. En début de semaine, la première banque du pays Shinhan Financial Group vient d'annoncer une hausse de son payout. Si le payout montait jusqu'au niveau de celui de Taiwan, soit 50%, cela permettrait au marché coréen d'afficher un rendement de 5.2% ! c'est très attractif dans un pays avec des taux à 10 ans autour de 1.1%.

Nous avons introduit **DB X-TRACKERS MSCI KOREA TRN** dans les allocations **VALUE** et **EMERGENTS**.

Les Etats-Unis ralentissent



La baisse du pétrole a eu un formidable effet sur les consommateurs américains. Ses indices de confiance sont au plus haut depuis 10 ans. Son accélération correspond précisément au début de la chute du pétrole. Cette chute pourrait se stabiliser. Un rebond est même possible (cf. ci-dessus) et pèserait sur la confiance. De plus, comment le rythme de croissance de l'économie américaine peut-il se maintenir si le reste du monde faiblit ? Du jamais vu ! On peut s'attendre à ce que la dynamique économique des Etats-Unis revienne au cours de l'année vers son potentiel de croissance, autour de 2% plutôt

Quelles conclusions en tirer ?

- La surperformance des actions américaines n'est pas acquise en 2015.
- La tendance du dollar sera bien plus heurtée dans les prochains mois.
- Une tension sur les taux long américains devra être mise à profit pour acheter des emprunts d'état.

La baisse de l'Euro : Tout sauf une certitude



Quant aux actions de la zone euro, la question de leur réaction à la réunion de la BCE reste ouverte. Notre stratégie est simple : si la BCE déçoit, les actions baissent. Nous sommes alors acheteurs car les espoirs se reporteront sur les semaines à suivre. Notons que M. Draghi sait parfaitement bien que l'impact de ses décisions est maximal lorsque qu'elles ne sont pas attendues. Comment va-t-il s'y prendre pour nous surprendre ? Si le marché apprécie la décision de la BCE alors, nous recommanderons d'alléger progressivement à partir d'un niveau de 3 450 points sur l'EuroStoxx 50. Nous estimons que le 2nd scénario est le plus probable.

Notre fil conducteur sur la zone euro : mieux vaut vivre dans l'espoir d'une action favorable que dans la crainte d'une déception.

"Acheter au son de la déflation et vendre lorsque la BCE passe à l'action"

sont soumis à une charte d'éthique qui est à votre disposition.
Les recommandations présentes dans ce document sont réalisées avec la plus grande probité et en totale indépendance vis-à-vis des établissements financiers, en particulier des producteurs d'ETF.