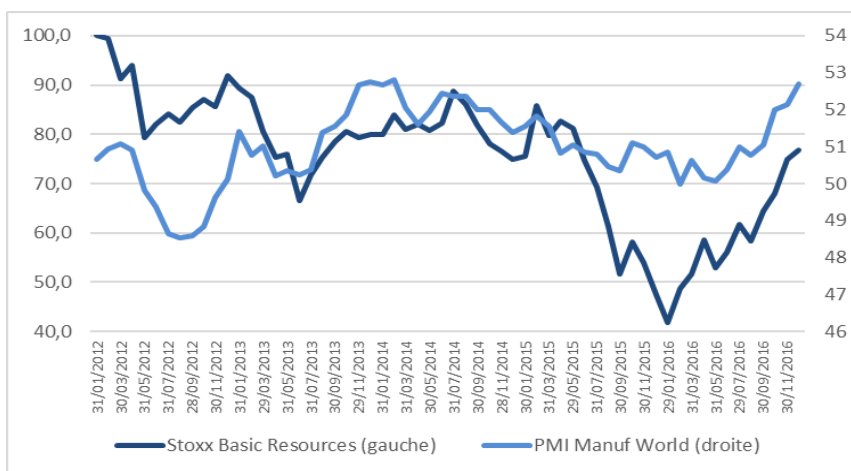


La croissance repart.

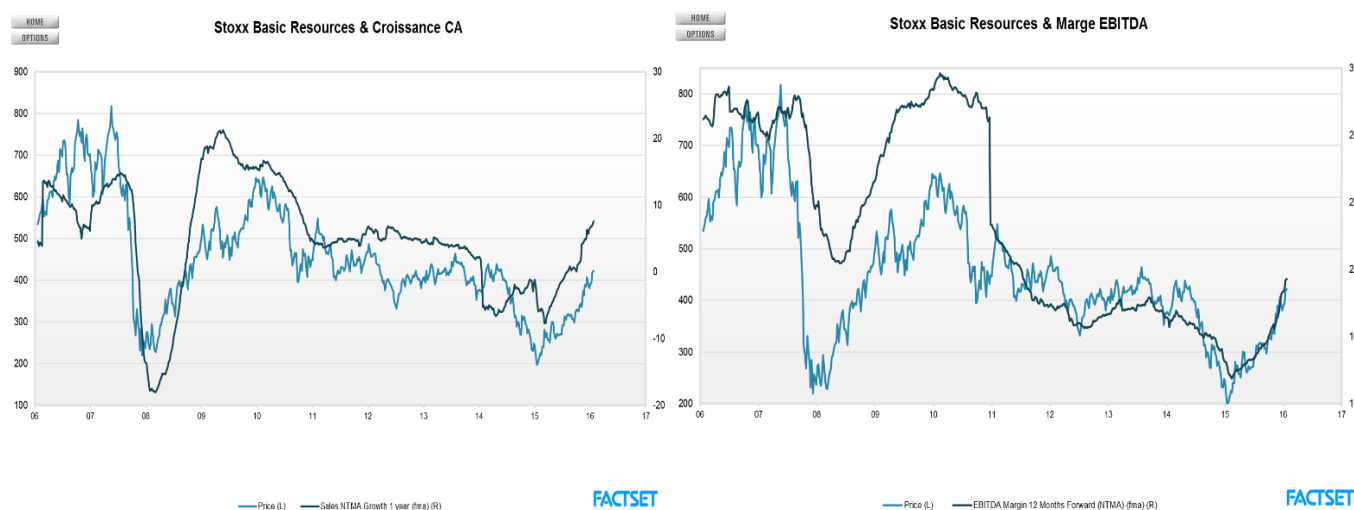
Prenez vos commodités, oubliez vos obligations

Cela ressemble plus à des résolutions de vacances qu'à des résolutions de début d'année. Pourtant, les écarts de performances entre obligations et actions matières premières ont cristallisé au cours des récentes années la problématique de faible croissance. A l'orée de cette nouvelle année, le positionnement des actifs financiers en cette phase de retour d'optimisme sur l'activité (Cf Indice Pmi manufacturing) représente un enjeu important.

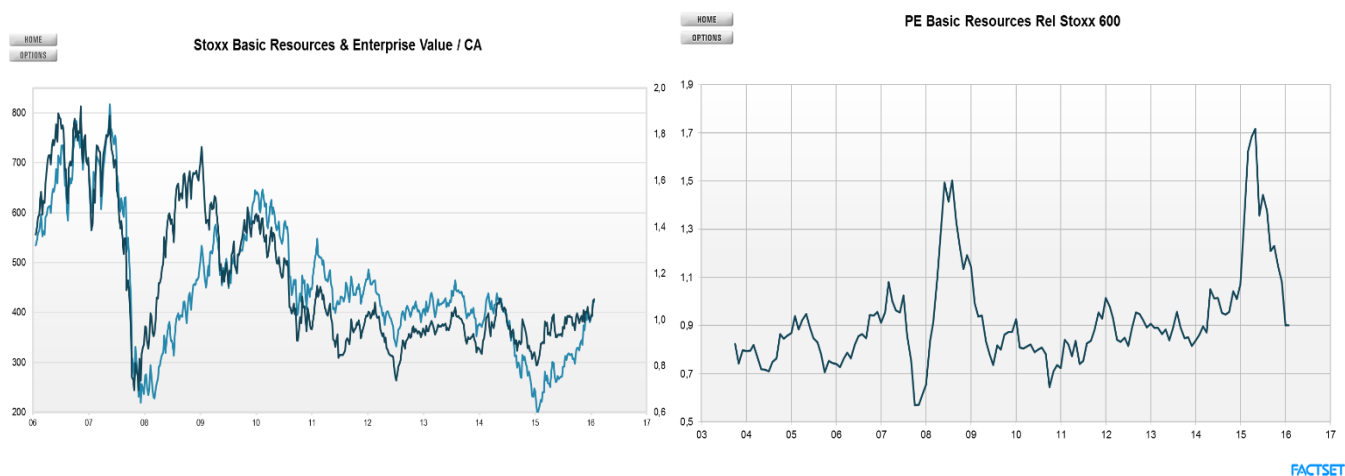
En effet, la corrélation est naturellement forte entre les indices Pmi et l'évolution du secteur matières premières. Pendant la phase caractérisée par l'absence de croissance entre fin 2013 et le creux de mi-2016, le secteur a exacerbé à la baisse cette tendance. L'effondrement du secteur au cours de l'année 2015 est une correction liée à la situation d'excès d'offre dans de nombreux segments après les forts investissements de la première décennie 2000. Les segments pétrole et aluminium sont probablement les plus représentatifs de cette correction. Durant les années 2015 et 2016, une longue résorption des capacités s'est opérée : dans le cas du pétrole, baisse coordonnée de la production, dans le cas de l'aluminium fermetures / cession de fonderies.



Ce rééquilibrage du marché a permis la reprise du secteur au cours du premier semestre 2016. A notre sens, la nette accélération depuis le deuxième semestre 2016 est liée à des perspectives de croissance plus soutenues (Cf Pmi). La prévision de croissance du CA 12 est calée à +7.5% (supérieure à celle du Stox 600 : +5%) et retrouve les niveaux de croissance médian qui ont prévalu de 2010 à 2013. Idem, pour la marge d'Ebitda qui retrouve des niveaux plus confortables après l'effondrement de 2015.



En conséquence, le consensus table sur une « recovery » des BPA à +40%, et les multiples relatifs se sont repositionnés sur un niveau < à 1. Le secteur s'est donc recalé sur des fondamentaux cohérents avec une phase de croissance. Il subsiste probablement encore du potentiel, compte tenu des niveaux du momentum de révision, des niveaux de valorisation, surtout le niveau EV/CA qui se situe alentours 1, et n'a pas franchi ce niveau depuis 2011.



Dans le prolongement de nos deux précédentes lettres qui mettaient en lueur la prévision de croissance des BPA 2017, puis le retour du style value, ce point sur le secteur matières premières constitue un faisceau supplémentaire qui va dans le bon sens pour les actions.