



La volatilité des marchés actions offre encore des opportunités

Relance haussière pour les actions américaines. Profiter de se repositionner dans les marchés émergents. Perte probable de « momentum » pour les actions européennes. Acheter la Suisse.

Points clés

- La correction des marchés actions offre de nouvelles opportunités
- La phase récente de sous-performance du marché américain ne devrait pas durer
- Relance haussière pour les actions américaines
- Perspectives positives, mais risques de perte de « momentum » après un mois d'avril exceptionnel pour les actions européennes
- Actions britanniques : rester prudent
- La correction du yen en avril favorise les perspectives pour le Nikkei
- Un retour sur les marchés émergents s'impose
- Le marché chinois profitera de l'apaisement des tensions politiques
- Les actions suisses profitent d'un franc faible

La croissance des profits des multinationales pourrait en effet être moins élevée qu'escompté en se rapprochant du taux de croissance de l'économie. La réforme fiscale pourrait aussi être moins significative pour les multinationales du S&P 500 que pour les sociétés domestiques de taille moyenne.

Mais au-delà de la question fondamentale de l'évolution des profits, il faut rappeler que la hausse des actions américaines a surtout été provoquée par une forte phase d'expansion des multiples.

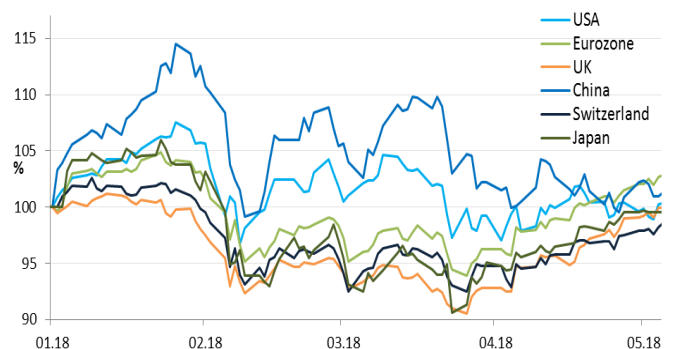
Le rebond du mois de février-mars du marché américain en particulier avait temporairement regonflé les niveaux de valorisation avant la seconde correction de valeur de fin de trimestre. A plus long terme, le cycle de hausse de taux pourrait ainsi conduire à une nouvelle phase de contractions des PE. Il est en effet probable que, quelle que soit l'évolution des profits des entreprises, la hausse des taux d'intérêt mette un terme à cette phase d'expansion de dix ans.

La correction des marchés actions offre de nouvelles opportunités

Avant le mois de février, il semblait que rien n'arrêterait la progression des valeurs américaines. Mais la hausse des taux d'intérêt et de l'inflation ainsi que les risques de renforcement de la normalisation de la politique monétaire ont finalement eu raison de l'optimisme, jusqu'alors sans faille, des investisseurs.

On a redécouvert, il y a quelques semaines, les risques posés par la situation du marché de l'emploi sur les marges des entreprises, mais aussi ceux de voir la croissance des profits être insuffisante pour justifier les niveaux de valorisation particulièrement élevés qui prévalaient avant la correction des cours boursiers.

Evolution des marchés en 2018 (YTD)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Après le rebond des titres américains en février-mars, nous attendions un retour de la volatilité qui offrirait de meilleures opportunités d'investissement et des niveaux de valorisation plus raisonnables. La correction des cours qui s'est à nouveau enclenchée

en fin de trimestre, avec l'émergence de nouveaux risques de « guerre commerciale » entre les Etats-Unis et la Chine, est selon nous déjà de nature à créer ces opportunités.

La valorisation des titres du S&P500 a, en effet, baissé à 17x les bénéfices attendus pour 2018, avec la chute des cours à 2'600 points. Nous ne considérons pas à ce stade le risque de « guerre commerciale » comme un facteur d'influence majeur sur l'évolution des profits des entreprises. Par conséquent, la volatilité observée dans ce contexte a déjà amélioré le niveau de valorisation et offert de nouvelles opportunités.

Dans le contexte du mois d'avril, la contre-performance des valeurs américaines, notamment par rapport aux valeurs européennes ne devrait plus persister.

Après avoir privilégié une certaine prudence et une sous-exposition aux valeurs américaines, il nous semble désormais que les actions américaines devraient profiter d'une relance face aux risques de perte de « momentum » des actions européennes.

Perspectives positives en zone euro, mais risques de perte de « momentum » après un mois d'avril exceptionnel

La correction des marchés financiers débutée en janvier 2018 avait finalement été similaire tant pour les valeurs de la zone euro que pour celles du marché américain. Les craintes liées, avant tout, à la relance de l'inflation aux Etats-Unis et à une remontée plus rapide des taux US avaient plongé l'ensemble des marchés actions dans une correction généralisée d'environ -10%. Les indices européens avaient effacé les gains d'un an et se retrouvaient, désormais, sur leurs niveaux du début de l'année 2017. La correction des cours n'a pas été plus intense, mais elle est intervenue alors que la phase de revalorisation des actions européennes n'était de loin pas encore terminée. La valorisation des actions européennes s'était ainsi améliorée très sensiblement, tant par rapport aux mesures historiques qu'en comparaison internationale. Elle était devenue très sensiblement inférieure à celles des titres américains. A seulement 13.2x les bénéfices 2018, la valorisation des titres européens présentait un discount de 3.4 points de valorisation par rapport aux actions américaines (PE 2018 de 16.6x).

Cet écart de valorisation des titres américains d'environ 25%, par rapport aux valeurs européennes, ne nous semblait pas justifié dans le contexte de l'année 2018, également favorable aux valeurs européennes.

Actions européennes YTD



En termes de rendement du dividende, les valeurs européennes semblaient également beaucoup plus attrayantes, en offrant un rendement de 3.5%, soit près de deux fois plus que celui distribué par les titres américains (2%). Le redressement de la croissance et de la rentabilité des entreprises sont des éléments clés auxquels viennent s'ajouter d'autres facteurs favorables, comme la réduction des grandes incertitudes politiques et systémiques et l'amélioration des conditions du secteur bancaire, entre autres.

Ces éléments amélioraient l'attrait des valeurs européennes dont nous attendions une surperformance à moyen terme.

Le mois d'avril a effectivement été particulièrement favorable pour les titres de la zone euro qui se sont envolés de +7.3% alors que les actions américaines restaient à la traîne et ne progressaient que de +1.6%.

A ce jour, les écarts de valorisations ne sont plus aussi importants et nous estimons que la surperformance des actions européennes devrait plutôt perdre du « momentum ».

Actions britanniques : rester prudent

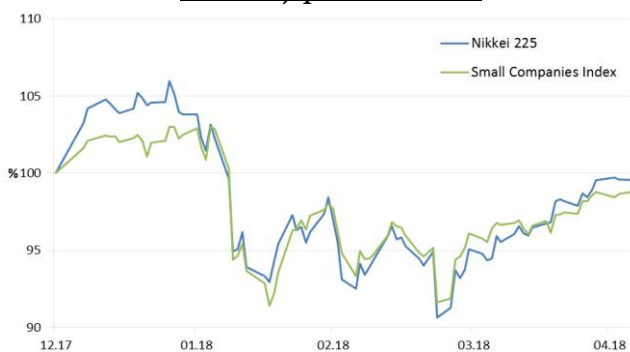
Dans la phase de correction récente, le marché britannique se traitait à nouveau au même niveau qu'en octobre 2016, quelques semaines après le référendum (7'000 UKX). La chute des cours a corrigé le niveau de valorisation. Mais A environ 13x les profits et un rendement attendu de 4.5%, le marché britannique ne présentait pas encore selon nous l'opportunité que nous attendions, dans le contexte toujours incertain des négociations liées au Brexit. La très nette reprise du marché de ces dernières semaines est donc une certaine surprise, mais nous maintenons notre recommandation de prudence à l'égard des actions britanniques pour le moment.

La correction du yen en avril favorise les perspectives pour le Nikkei

En décembre 2017, nous suggérions de prendre des profits sur le marché japonais, lorsque celui-ci touchait le niveau de 23'000 points. Depuis, la consolidation des bourses internationales a certainement contribué à la prise de conscience des investisseurs que les actions japonaises restaient très dépendantes de l'évolution du taux de change. La chute du Nikkei de -13% à 21'000 points a été l'une des plus fortes des marchés développés. Nous avertissions, il y a quelques semaines, qu'il nous semblait difficile pour les actions japonaises de poursuivre leurs hausses en 2018, si le contexte monétaire n'était pas plus défavorable au yen. La hausse du yen de +6% contre le dollar, qui a accompagné le retour des incertitudes des investisseurs en ce début d'année, a donc été un facteur déterminant de la faiblesse des valeurs japonaises.

Aujourd'hui, nous estimons qu'une accélération de la croissance des profits des entreprises nippones est encore probable, en raison notamment de la reprise du cycle économique mondial, mais celle-ci est toujours plus dépendante d'un futur affaiblissement du yen. Les résultats publiés ont effectivement été meilleurs que prévus et l'on a pu assister à des révisions de bénéfices positives pour 2018.

Actions japonaises YTD



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La dernière saison d'annonce des résultats laisse désormais espérer une hausse des profits pour l'exercice au 31 mars 2018 probablement supérieure aux 13-15% attendus par le consensus, dans un contexte de « forward guidance » certainement un peu prudent. Les dividendes des sociétés cotées qui devraient être distribués pourraient encore progresser, pour la cinquième année consécutive. Nous recommandions en décembre de prendre des profits sur les valeurs japonaises, suite à la hausse annoncée des cours qui avait porté le Nikkei vers de nouveaux sommets. Les actions japonaises se traitaient alors à 19x les bénéfices attendus pour mars 2018 (17x 2019), ce qui pouvait être considéré comme encore raisonnable, compte tenu de la

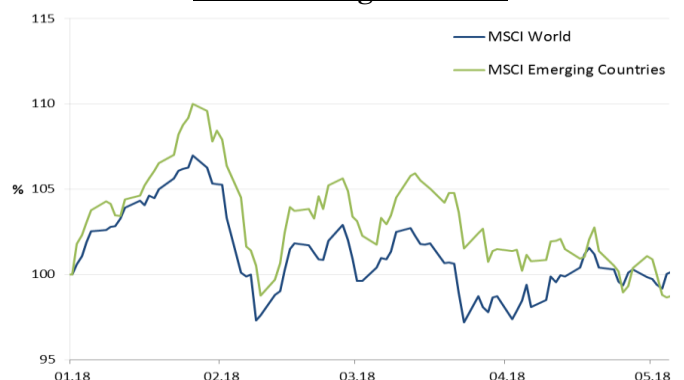
probabilité de surprises positives pour l'exercice complet. Mais si leur valorisation était, en fait, similaire à celle des valeurs américaines, nous rappelions que le risque monétaire devait être pris en considération. Même si le marché offrait encore des opportunités de surprises positives et de réajustements des anticipations au cours des prochains trimestres, le contexte de valorisations riches justifiait une prise de profits dans l'attente de meilleures opportunités. Les valorisations ont été corrigées de 10% et sont désormais moins excessives.

Nous suggérons d'attendre une meilleure visibilité et un ajustement du taux de change pour reconsidérer un réinvestissement en titres japonais la correction récente du yen contre dollar d'environ 5% permet d'envisager un retour du taux de change au-dessus de 115 qui devrait être favorable aux sociétés japonaises et au Nikkei.

Un retour sur les marchés émergents s'impose

Après avoir recommandé, il y a quelques mois, de prendre des profits sur les positions détenues dans les marchés émergents, Chine et Inde en particulier, nous estimons désormais que la consolidation des cours, intervenue pendant le trimestre, a offert de nouvelles opportunités d'investissement. En Chine, les risques de guerre commerciale nous semblent déjà surestimés à court terme, car globalement, les entreprises chinoises ne réalisent que 9% de leurs revenus à l'étranger, ce qui finalement, à l'échelon national, n'est pas si important. Il semble que la plupart des entreprises chinoises ne soient, en fait, qu'assez peu touchées par une future « guerre commerciale », en raison de la composante domestique toujours assez élevée dans la répartition de leurs revenus.

Actions émergentes YTD



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les actions chinoises n'ont pas été épargnées par la vague de prises de profits qui s'est enclenchée à la fin janvier 2018. Toutefois, nous estimons que la croissance des profits des sociétés chinoises devrait rester soutenue en 2018. La valorisation des titres chinois de 13x les bénéfices attendus pour 2018 n'est pas excessive et la

correction de -15% enregistrée constitue une nouvelle opportunité d'investissement.

Les actions suisses profitent d'un franc faible

Les marchés actions ont profité en 2017 d'un contexte économique et financier favorable, mais nous nous inquiétons déjà en fin d'année d'une augmentation des risques de correction des cours en 2018. A fin janvier, l'apparition de nouvelles craintes de hausses de l'inflation aux Etats-Unis et des taux directeurs ont provoqué un mouvement d'ajustement des taux longs et de valorisation des marchés actions, qui ne s'est évidemment pas limité aux actifs en dollars. La correction qui a affecté les actions suisses en février a déjà sensiblement réduit le niveau de valorisation exprimé par exemple par le ratio cours/bénéfices des indices et actions suisses. La chute des cours que nous avons annoncée comme une probabilité importante à court terme en début d'année a atteint -10% et réduit, de ce fait, la valorisation de 17x à 15x. Le SPI se traite donc désormais à environ 10'000 points, après avoir corrigé de 1'000 points de son plus haut de janvier (11'000) et retrouvé le niveau de fin avril 2017.

Cette correction des actions suisses, offrait une opportunité de prise de position pour les investisseurs orientés à long terme. Nous recommandons de profiter de cette opportunité, en raison également de prévisions « bottom up » plus positives.

La correction des valeurs suisses a en effet amélioré légèrement le potentiel de croissance des cours mesuré par le consensus des analystes. Désormais, le potentiel s'est reconstitué. L'objectif moyen de hausse des cours est d'environ +13% sur douze mois.

Rappelons que le rendement du dividende s'était amélioré et atteignait 3.2%.

Comme nous l'avons évoqué au précédent trimestre, une consolidation significative, mais temporaire, des cours devait intervenir en début d'année, sous

l'impulsion de facteurs externes plutôt que par des causes domestiques.

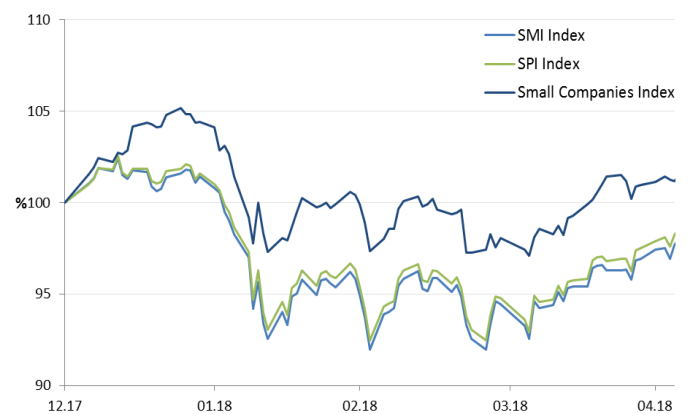
La valorisation plutôt généreuse du marché suisse ne permettait que peu de résilience, en cas d'accroissement des incertitudes et des risques internationaux. Cette consolidation s'est produite, au cours du 1^{er} trimestre, sur la base de facteurs externes que nous estimons n'avoir que des effets temporaires.

Les éléments externes qui devraient avoir plus d'impact pour les prochains mois seront certainement positifs et liés à la résilience de la croissance mondiale aux effets positifs sur les profits des titres suisses.

La faiblesse persistante du franc contribuera aussi à la hausse des profits.

Les actions suisses ont rapidement rebondi de près de +6% depuis notre analyse et recommandation de repositionnement. A l'instar des valeurs européennes, le « momentum » du marché suisse devrait être inférieur à celui des valeurs américaines. Nous recommandons encore de maintenir les positions acquises en particulier dans la volatilité des marchés des dernières semaines.

Actions suisses YTD



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

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 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch