



La volatilité des marchés actions offre des opportunités à saisir

Baisse généralisée des niveaux de valorisation. Fondamentaux toujours positifs. Bonne probabilité d'un rallye de fin d'année. Se repositionner dans les marchés actions et les valeurs technologiques.

Points clés

La correction des marchés actions offre de nouvelles opportunités

Ajustement apprécié des valorisations : perspectives à nouveau positives aux Etats-Unis

Retour sur les valeurs technologiques et numériques, regain d'intérêt pour les GAFA

Les actions européennes devraient surperformer les valeurs américaines

Rebond du Nikkei et des valeurs japonaises

Diminution des risques et valorisations attrayantes pour les marchés émergents

Saisir les opportunités en Suisse : surperformance des petites et moyennes capitalisations

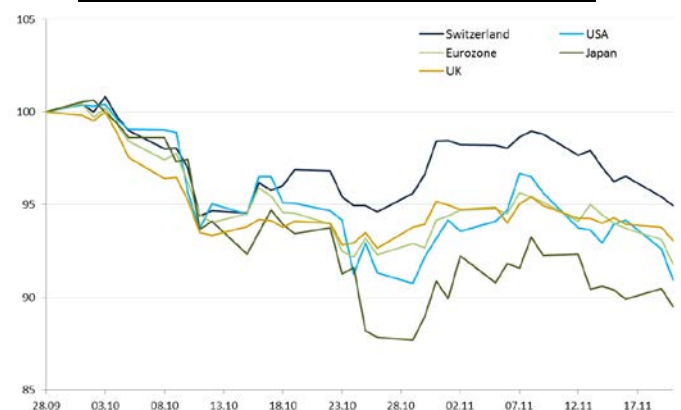
La correction des marchés actions offre de nouvelles opportunités

Après la hausse des valeurs américaines du 3^{ème} trimestre, nous recommandions à nouveau une certaine prudence sur les perspectives des indices boursiers aux Etats-Unis. Les risques de déception pour 2018 nous semblaient limités mais, à seulement quelques semaines de la fin de l'année, les perspectives pour 2019 étaient déjà envisagées comme nettement moins brillantes, tant dans l'absolu que d'un point de vue relatif. Si l'ensemble du marché ne nous semblait pas encore prêt à subir une correction majeure, nous estimions toutefois que la complaisance des investisseurs à l'égard des valeurs technologiques et des GAFA en particulier ne pouvait qu'être de mauvais augure à moyen terme. Dans ce contexte, nous relevions que les risques pour le marché américain n'étaient pas inexistantes.

La croissance des bénéfices des sociétés du S&P500 avait logiquement soutenu la hausse de l'indice ; cependant, alors que les hausses de tarifs douaniers se mettaient en place de part et d'autre, il était important de réaliser que les profits des entreprises américaines ne seraient pas immunisés contre les risques induits par ce bras de fer. Nous recommandions d'être de plus en plus attentifs à l'évolution des risques de déception sur les annonces de bénéfices des sociétés et sur les effets d'une introduction des tarifs douaniers sur les perspectives de résultats pour 2019.

Quelques semaines plus tard, on constate que les marchés actions ont été très brutalement plongés dans une nouvelle phase de correction des cours et de prises de profits, à quelques semaines seulement de la fin de l'année. Difficile de pointer du doigt un seul facteur spécifique ayant modifié la perception des risques des investisseurs, mais il faut relever que le début de la correction est intervenu, avant tout, sur le secteur technologique américain, les valeurs du numérique et autres GAFA, avant de se transmettre plus largement à d'autres secteurs et marchés.

Evolution des marchés 30.09 au 20.11 2018



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le mois d'octobre est statistiquement connu comme l'un des plus mauvais mois en termes de performance boursière. La chute de -6.94% de l'indice S&P500 ce mois-ci constitue la plus mauvaise performance mensuelle depuis la baisse de -7.18% enregistrée en septembre 2011. Notons, au chapitre statistique, que le mois d'octobre 2011 avait plus que totalement effacé cette chute, grâce à un rebond rapide de +10.77%. A l'heure où nous écrivons ces lignes, la baisse ne s'est pas encore interrompue et, si l'indice S&P500 affiche désormais un déclin de -9.08%, le Nasdaq, qui avait été l'un des grands leaders de la hausse, est désormais en contraction de -14.26%. Ailleurs, les baisses sont souvent plus réduites (Nikkei -10.52%, Euro Stoxx 50 -8.2%, MSCI Emerging Markets -7.08%, FTSE100 -6.49%, le Shanghai Shenzhen CSI 300 -6.37%) alors que la Suisse résiste de son côté particulièrement bien en ne cédant que -3.51% (SMI).

La volatilité a donc fait son grand retour en octobre, comme l'atteste logiquement la hausse de l'indice VIX de 11 à 25, mais cet indicateur de risque ne montre pas encore de stress majeur comparable aux valeurs supérieures à 40 observées en février 2018 ou en août 2015.

Faut-il dès lors craindre un tel développement qui serait sans doute synonyme d'une poursuite de la phase de consolidation actuelle ?

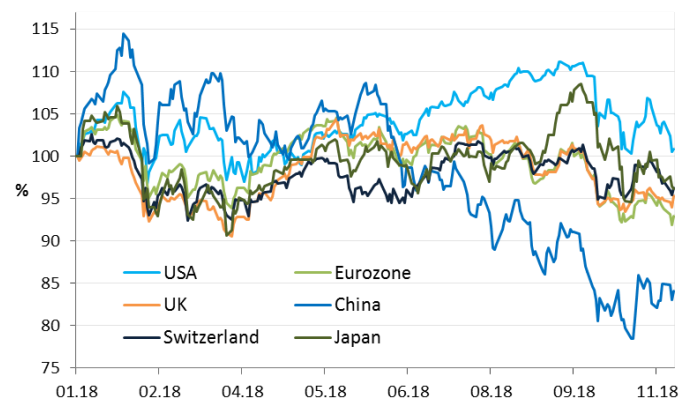
Peut-on au contraire considérer que le niveau de valorisation des actions correspond désormais mieux aux perspectives économiques de 2019 ?

Ajustement appréciable des niveaux de valorisation : perspectives positives aux USA

Lorsque nous montrions une certaine prudence sur les actions américaines en raison de leurs niveaux de valorisation jugés un peu généreux pour 2019, le PE du S&P500 était d'environ 18x. A 16x les bénéfices, le niveau actuel de valorisation semble déjà plus raisonnable et permet d'envisager avec davantage de sérénité les risques de diminution des résultats des sociétés américaines, dans l'éventualité d'une guerre commerciale à large spectre avec la Chine dès le mois de janvier 2019. On estime qu'une hausse de 25% des tarifs imposés aux produits chinois pourrait avoir un impact de -7% sur les profits des entreprises américaines et, par voie de conséquence, la croissance ajustée nette des profits pourrait alors être proche de zéro en 2019. Nous évoquions ce scénario comme un risque pour les marchés actions qui ne semblait de loin pas intégré dans les cours, mais qui désormais

semble être en partie pris en considération avec la chute récente. Celle-ci correspond maintenant au risque de correction que nous envisagions il y a quelques mois. Nous estimons, à ce moment, qu'en phase de hausse des taux d'intérêt les PE devraient plutôt avoir tendance à se contracter et qu'une diminution de seulement 10%, soit de 18x à 16.2x, pourrait provoquer une chute de l'indice de plus de -10%. Depuis notre recommandation du 1er trimestre de profiter de l'opportunité qui s'était présentée, après la chute de -10% des cours des valeurs américaines pour réinvestir dans les marchés actions, le marché américain avait enregistré une hausse d'environ +20% pour les valeurs du Nasdaq et de plus de +10% pour l'ensemble des titres du S&P500. Nous avons déjà relevé, dans nos précédentes analyses, que l'un des principaux risques pour le marché américain tenait dans le fait que la croissance des profits devait réellement être au rendez-vous pour justifier des niveaux de valorisations plutôt généreux. Ce facteur est resté favorable jusqu'à ce jour, mais la croissance organique des profits devrait marquer le pas en 2019, voire même diminuer dans un scénario extrême de mise en œuvre totale des menaces de hausse des tarifs douaniers du président américain. Dans un contexte de hausse des taux directeurs et d'une relance attendue des taux longs au-dessus de 3%, et peut-être même proche de 3.5%, la phase d'expansion des « price earnings » devrait s'inverser et constituer un autre facteur négatif retenant la progression des cours boursiers.

Evolution des marchés en 2018 (YTD)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Cependant, au niveau actuel, nous recommandons à nouveau de se repositionner sur le marché américain et de reconstituer des positions sur faiblesse. Après la chute des valeurs technologiques, nous estimons que les valorisations sont maintenant attrayantes et également plus raisonnables pour les valeurs du numérique (GAFA).

Les actions européennes devraient surperformer les valeurs américaines

Dans le récent contexte de forte volatilité, les titres européens ont à peine mieux résisté que les valeurs américaines. La valorisation des actions européennes reste ainsi durablement inférieure à celle des actions américaines, sans que cela ne provoque, pour l'instant, de processus d'arbitrage ou de revalorisation des cours. Aujourd'hui encore, le PE global du marché européen (13x 2019) reste très attractif, en comparaison de celui des Etats-Unis (16x 2019). Cet écart de valorisation de 20% est particulièrement important ; dès lors nous essayons d'évaluer si le marché américain peut bénéficier encore longtemps d'une telle prime, après avoir enregistré une surperformance d'environ +17% à ce jour en 2018. Les valeurs européennes conservent un avantage de valorisation et de rendement (3.8% contre 2%) ; elles devraient bénéficier du retour des investisseurs, mais elles souffrent, pour l'instant, de manière excessive de plusieurs facteurs. La croissance des bénéfices des valeurs américaines peut compter sur le soutien de la politique fiscale qui a développé ses effets principalement en 2018 et doublé les perspectives de croissance (+23%) par rapport à la période 2017 (+12%). La croissance des profits en zone euro avait pourtant été supérieure en 2017 (+15%), sans que cela ne provoque un arbitrage net. Le différentiel de croissance est clair en 2018 (croissance zone euro inférieure à +10%) mais s'équilibre pour 2019 et 2020 ; les deux marchés ayant des perspectives similaires (+10%). Ce facteur a sans doute joué temporairement en faveur des actions américaines. L'évolution des perspectives pour les marchés émergents, ainsi que leurs parcours boursiers parfois chaotiques, ont été des sources d'incertitude et de risque plus fortes en Europe. En effet, l'exposition des valeurs américaines et européennes à ce risque suggère que les sociétés européennes sont plus engagées et davantage exposées que leurs concurrents américaines. Globalement, les entreprises de la zone euro pourraient être plus affectées par un ralentissement du cycle mondial. La possibilité d'une contagion des crises émergentes sur les pays périphériques de la zone euro, sur le secteur bancaire européen, ainsi que les risques liés à la crise italienne sont aussi des facteurs qui ont pesé sur l'appréciation des risques. Mais le facteur le plus déterminant reste, à notre avis, l'incertitude liée aux menaces protectionnistes des Etats-Unis qui a, sans doute, le plus contribué à l'élargissement de la prime de risque en faveur de la zone euro. Les actions européennes devraient profiter d'une diminution des tensions internationales et

bénéficier d'un arbitrage des investisseurs, en raison de la prime de risque plutôt confortable qui leur est associée.

Actions européennes YTD



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Rebond du Nikkei et des valeurs japonaises

Les entreprises japonaises devraient profiter du contexte macroéconomique international favorable ainsi que de l'affaiblissement du yen. Un sondage publié dans l'enquête « Tankan » de la BoJ suggérait plutôt un repli du baromètre de confiance des grandes entreprises manufacturières, mais les prévisions moyennes en matière de taux de change se situaient, pour la fin de l'année (107.4 yens pour 1 dollar), bien en dessous du niveau actuel (113 yens). Ce différentiel, s'il devait se maintenir comme nous le pensons, devrait permettre des révisions à la hausse des profits des entreprises japonaises. La hausse des profits de +17.9% sur un an annoncée à la fin juin, après un premier trimestre particulièrement anémique (+0.2%), devrait donc se poursuivre. Une accélération de la croissance des profits des entreprises nippones est possible, dans un contexte de cycle économique mondial toujours soutenu, si les risques de « guerre commerciale » ne s'intensifient pas et surtout si le yen reste faible. La chute des cours et des valorisations des actions à 15x les bénéfices offre une opportunité de repositionnement intéressante. Aujourd'hui, les « blue chips » japonais évaluent les revenus et les profits en utilisant une estimation du taux de change d'environ 107 yens pour l'exercice en cours. Nous l'avons vu, le yen se traite maintenant à près de 115 contre le dollar américain. Nous prévoyons une stabilisation du taux de change pour la fin de l'année entre 110 et 120 yens, ce qui devrait finalement renforcer très sensiblement les résultats des entreprises en fin d'année. Le déclin du yen n'est donc pas étranger à l'amélioration du sentiment des investisseurs et de leur intérêt pour les titres japonais. Une poursuite de l'affaiblissement du

yen devrait donc soutenir une nouvelle reprise du Nikkei, à condition que le climat des investissements redevienne toutefois plus positif.

Actions japonaises YTD



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Diminution des risques et valorisations attrayantes pour les émergents

Les marchés émergents ont très largement fait les frais de l'accroissement des tensions entre les Etats-Unis et la Chine, depuis la fin janvier. Après un 1er trimestre à peine positif (+1%), le choc a été brutal au 2ème trimestre (-8.6%) et la descente aux enfers de ces marchés s'est poursuivie au 3ème trimestre, bien que dans une moindre mesure, grâce à une correction limitée à -2%. Il est vrai que la Chine et les émergents ont été les premiers bénéficiaires de la libéralisation du commerce mondial et de l'abaissement des barrières douanières. Les risques d'une guerre commerciale totale ont donc logiquement été le principal facteur d'incertitude et de correction des marchés émergents. Pourtant, les fondamentaux des économies émergentes restent relativement solides, de notre point de vue. Le pire n'est pas certain non plus pour l'avenir économique des marchés émergents, alors que les Etats-Unis ont finalement trouvé un accord avec le Mexique et le Canada et que la volatilité sur les devises émergentes a fortement diminué. La hausse des taux en dollar était aussi l'un des principaux facteurs de stress pour les marchés émergents et pour les

pays ayant notamment un fort déficit des comptes courants. La situation en Turquie et en Argentine n'aura certainement pas d'effet de contagion sur les autres marchés émergents. Les perspectives de développement économique en Chine et en Inde ne sont ainsi pas affectées. Ces pays contribueront à la croissance mondiale de manière substantielle et la croissance des profits devrait aussi être au rendez-vous plus généralement pour d'autres pays émergents. En termes de valorisations, la plupart de ces marchés offrent désormais des niveaux bien plus attrayants que ceux qui prévalaient en fin d'année 2017 et même à la fin du 3ème trimestre. Les incertitudes subsistent, mais une amélioration du climat des investissements sera profitable aux marchés émergents. Dans un contexte de normalisation des risques de guerre commerciale tous azimuts que nous privilégions, nous recommandons de considérer positivement une exposition aux actions émergentes diversifiées.

Actions émergentes YTD



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Saisir les opportunités en Suisse

Les titres du SMI ont bien résisté au retour de la volatilité, mais des opportunités sont à saisir dans le segment des petites et moyennes capitalisations en Suisse, lesquelles devraient à nouveau largement surperformer l'indice SMI.

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 +4122 5959 611 F +4122 5959 612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch