



## Retour des incertitudes dans les marchés actions – Time to sell ?

**Donald Trump sème le vent et pourrait récolter la tempête. La perspective d'un accord commercial s'éloigne. Retour des incertitudes. Attention aux valorisations élevées. Réduire le risque action.**

### Points clés

- L'euphorie succède peut-être déjà à la panique
- Donald Trump relance les incertitudes
- La perspective d'un accord commercial s'éloigne
- Incertitudes et valorisations plus élevées ne font pas bon ménage
- Une consolidation des cours se profile
- Résistance à 2950 points sur le S&P500
- Correction probable en Europe
- Le Nikkei est en danger
- Les marchés émergents ne devraient pas échapper à des prises de profits
- Stratégie plus défensive en Suisse également

### L'euphorie succède peut-être déjà à la panique

En janvier, nous évoquions les niveaux de valorisation plus attrayants des actions à la suite des corrections massives et rapides des cours observées en décembre 2018. Nous indiquions alors qu'en l'absence d'un ralentissement marqué de la croissance mondiale en 2019, les perspectives pour les actions étaient favorables. Nous anticipions une reprise des cours des actifs particulièrement touchés par un scénario jugé excessif d'effondrement de la croissance américaine et mondiale. Quatre mois plus tard, les opportunités d'investissement relevées se sont assez largement concrétisées par des progressions de cours presque généralisées d'environ +16.5% sur l'ensemble des marchés internationaux et de +19.4% en Suisse. Le rebond des actifs financiers était ainsi à la hauteur de

nos anticipations, mais il faut toutefois relever que ce processus de revalorisation s'est produit extrêmement rapidement, corrigeant souvent totalement les pertes de valeurs observées en fin d'année (Etats-Unis, Europe, Suisse, etc). Le climat des investissements est ainsi passé de la panique à l'euphorie en quelques semaines seulement, ce qui ne constitue pas un facteur rassurant pour la mesure du ratio risque/rendement et l'évolution prochaine des marchés.

Le sentiment des investisseurs, mesuré par l'association américaine des investisseurs privés, témoignait à la mi-décembre d'un pessimisme excessif. Cet indicateur qui approchait alors de près son niveau d'optimisme le plus bas des vingt dernières années à environ 20% de « bulls » seulement (indicateur contraire positif) a rebondi très nettement depuis lors et dépassé le seuil de 40% en avril. Même s'il ne s'agit peut-être pas encore d'une situation euphorique, ce niveau de confiance est tout de même supérieur à la moyenne des dernières années et constitue un indicateur que les risques de complaisance ont progressé.

### Une consolidation des cours se profile

Les niveaux de valorisation des actifs particulièrement dépréciés en décembre ont très vite rebondi au point d'être déjà parfois à nouveau généreux et potentiellement risqués aujourd'hui. Les PE bas de décembre ne sont évidemment plus d'actualité après les hausses de cours impressionnantes des derniers mois. L'indice SPI enregistre de nouveaux sommets sans revalorisation nette des perspectives de croissance des profits pour 2019 et se traite à nouveau à 17.4x les bénéfices attendus pour 2019 (13.9x à la fin décembre) et +6% plus haut que le sommet atteint en janvier 2018. En termes

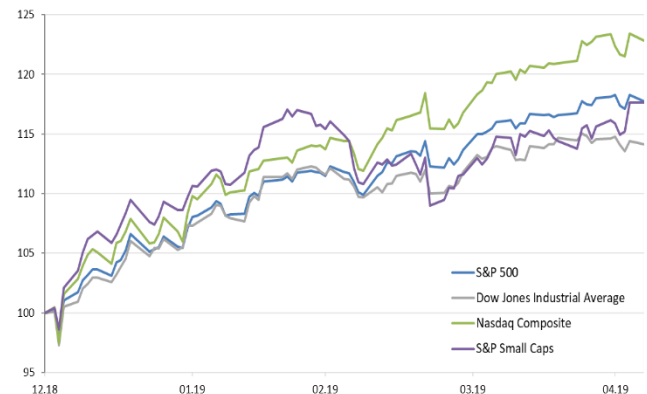
d'appréciation des risques, nos modèles d'évaluation ont été affectés ces quatre derniers mois plus fortement par les facteurs de risque « valorisation, quantitatif, technique et sentiment » qui suggèrent à nouveau des scores plus élevés et qui placent la plupart des marchés actions dans une nouvelle zone de turbulence potentielle. Les niveaux de valorisation ont ainsi rapidement perdu de leur attrait à court terme dans un contexte de croissance économique modérée pour 2019 et en l'absence de révisions de bénéfices positives significatives.

### Résistance à 2950 points sur le S&P500

Dans notre stratégie de début d'année, nous avertissions toutefois qu'une hausse rapide des cours des actions et notamment un retour de l'indice S&P500 proche du niveau de 2'900 points (septembre 2018) devait motiver une évaluation attentive des risques. Nous estimons aujourd'hui que la clôture de fin de trimestre à 2'822 points, puis celle de fin avril à 2950 points est l'occasion de procéder à cette évaluation. A l'analyse des ratios rendement/risque, nous considérons désormais que les valorisations des actifs risqués suggèrent l'opportunité de prises de profits sur la plupart des actifs ayant profités du processus de revalorisation qui s'est développé ces derniers mois. Un retour de la volatilité à court terme est donc probable, en particulier depuis que le président américain a perdu patience et mis en danger le processus de négociation en cours avec la Chine ces derniers jours. Depuis quelques mois, cet accord semblait pourtant de plus en plus probable pour ne pas dire acquis. Il semble aujourd'hui que cette perspective s'éloigne à nouveau, au risque de faire resurgir de nouvelles interrogations sur les perspectives de croissance mondiale. Hasard du calendrier, la commission européenne publie ce jour ses prévisions pour la zone euro en léger retrait des précédentes prévisions et pourrait bien donner ainsi le ton de la prochaine source majeure d'incertitude pouvant peser sur l'avenir immédiat des marchés actions. Notre modèle d'analyse quantitatif des risques, qui suggérait en décembre une baisse du niveau de risque et une amélioration des probabilités de hausse des actions, a réagi très significativement en peu de temps à la progression exceptionnelle des marchés actions en 2019. Les scores de risques ont effectivement progressé et placent désormais la plupart des marchés régionaux en zone présentant des « risques significatifs de consolidation » des cours. Une poursuite immédiate de la tendance haussière des indices est désormais de plus en plus improbable. Nous estimons que les marchés actions ont aujourd'hui anticipé une résolution positive du conflit sino-américain et une

amélioration des perspectives économiques prochaine. Ils ont aussi été soutenu par le changement d'attitude des banquiers centraux qui ont assuré les marchés de la fin de leurs politiques de normalisation des taux. Mais le contexte actuel semble favorable. Nous pensons qu'une consolidation temporaire des cours est probable avant que l'on puisse observer de réelles avancées concrètes sur le plan économique justifiant une relance des tendances récentes.

### Actions américaines YTD



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### Correction probable en Europe

Nous relevons il y a quelques mois que les actions européennes devaient profiter en début d'année 2019 d'une probable diminution des tensions internationales et bénéficier alors d'un arbitrage favorable des investisseurs en raison de la prime de risque positive qui leur était associée. La performance des actions européennes a effectivement été soutenue par un climat des investissements plus positif en ce début d'année. L'indice Euro Stoxx 50 des principaux « blue chips » européens est en hausse de +18.4% en quatre mois. En retrouvant les niveaux de prix atteints en juillet 2018, les marchés européens ont récupéré rapidement les pertes de valeurs enregistrées au 2<sup>ème</sup> semestre 2018. Après ces progressions réjouissantes, le PE global du marché européen a nettement rebondi. Toutefois, en raison de la hausse également observée sur les autres marchés actions, il reste attrayant en termes de valorisations relatives. L'écart de valorisation se maintient à environ 25%, ce qui constitue une prime de risque relativement importante, qui reste stable depuis plusieurs trimestres. Les valeurs européennes conservent un avantage de valorisation et de rendement (3.7%), tandis que les perspectives bénéficiaires pour 2019 convergent avec celles des valeurs américaines. Malgré ces facteurs positifs elles souffrent pour l'instant d'un environnement macroéconomique incertain et d'un « news flow » peu encourageant. L'incertitude liée aux menaces protectionnistes des Etats-Unis devrait cependant

progressivement s'estomper lorsqu'un accord sera trouvé entre les parties. Mais il faudra aussi que la conjoncture européenne puisse offrir de meilleures perspectives pour justifier une réelle surperformance des valeurs européennes. Dans ce contexte, nous recommandons des prises de profits temporaires sur l'ensemble des marchés européens. Le potentiel de rattrapage des actions européennes reste relativement important, mais il ne devrait pouvoir se matérialiser que progressivement et après une période de consolidation qui devrait précéder l'amélioration des anticipations de croissance pour le deuxième semestre.

### Actions européennes YTD



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### **Le Nikkei est en danger**

Les entreprises japonaises ont vu leurs profits chuter finalement de -7% sur un an au 4ème trimestre 2018. Le choc est donc brutal en comparaison au résultat favorable constaté en juin (+17.9%). La volatilité des performances économiques japonaises et l'évolution négative des exportations ont affecté les résultats des entreprises de manière très significative au second semestre. Une relance conjoncturelle est désormais indispensable à une reprise de la croissance des profits des entreprises nippones, mais elle semble difficile sans une reprise du cycle économique mondial. Les entreprises japonaises ont pourtant fortement investi en biens d'équipement, les dépenses d'investissement ont en effet progressé de +5.7% sur un an, en réaction sans doute plus au taux de chômage structurellement bas qu'à des perspectives économiques positives immédiates. La baisse des résultats des entreprises japonaises pourrait cependant être suivie d'une reprise sensible lorsqu'un accord sera trouvé entre la Chine et les Etats-Unis sur la question commerciale qui les oppose. La demande chinoise et asiatique devrait alors être ravivée et permettre une croissance des profits en 2019,

puis en 2020. Le pire est peut-être déjà passé pour les entreprises japonaises qui pourraient à nouveau profiter d'un changement de perception des risques des investisseurs internationaux dont les investissements au Japon en titres ont été assez largement négatifs ces derniers mois. Les attentes des investisseurs sur les profits pour 2019 sont faibles. Le marché japonais a moins profité que d'autres marchés de l'amélioration du climat boursier et ne réalise qu'une progression de +12.3%, ce qui constitue l'une des plus faibles performances des marchés développés en 2019. Une poursuite de l'affaiblissement du yen et une diminution des incertitudes liées à la croissance en Asie sont des facteurs essentiels pour qu'une reprise du Nikkei se matérialise. En ce début de mois de mai, même si nous estimons que les perspectives sont positives pour 2019, ces facteurs ne sont pas présents pour soutenir un développement favorable des actions japonaises. Nous adoptons donc une stratégie plutôt défensive sur les actions japonaises.

### Actions japonaises YTD



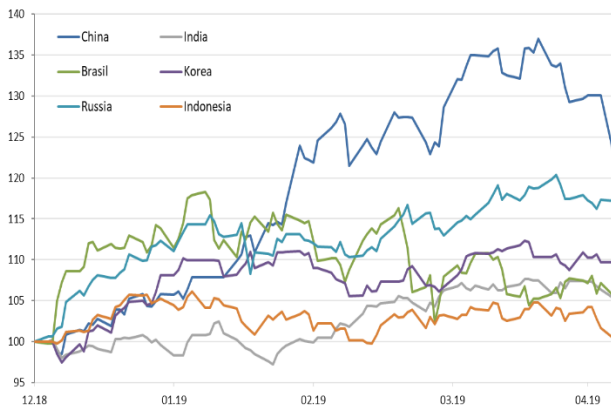
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### **Les marchés émergents ne devraient pas échapper à des prises de profits**

Malgré une absence criante d'un accord entre la Chine et les Etats-Unis, l'optimisme était revenu sur le marché actions chinois. La surperformance attendue de ce marché s'est avérée puissante en raison de la hausse exceptionnelle de +37% réalisée en quinze semaines. Les valeurs chinoises qui étaient en forte baisse pendant toute l'année 2018 (-28.5%) ont ainsi totalement effacé leur déclin et se traitent à peine 6% en dessous de leur sommet de fin janvier 2018. Nos perspectives positives se sont réalisées rapidement et ceci en l'absence de développement concret sur le plan du commerce mondial. Nous anticipons une phase de consolidation en début de second trimestre et suggérons une réduction de l'exposition en avril. Celle-ci s'est en partie mise en place depuis le 22 avril et devrait se poursuivre dans le contexte récent de remise en question du processus de négociation. Le marché chinois sera

certainement le principal marché à subir des prises de bénéfices.

### Actions émergentes YTD



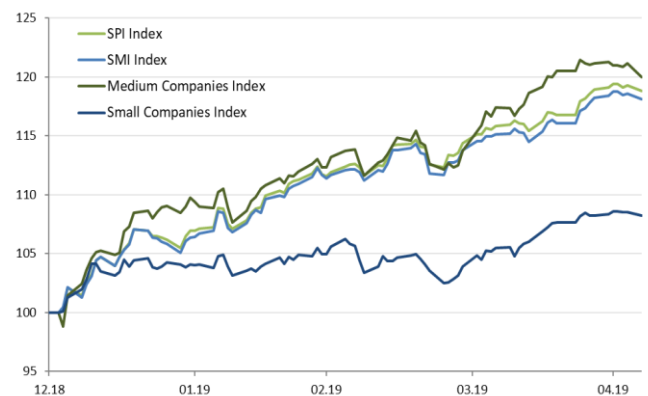
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### Stratégie plus défensive en Suisse également

En fin d'année, après la correction marquée des valeurs suisses, nous relevions que sans un ralentissement marqué de la croissance mondiale en 2019, les perspectives pour les actions suisses étaient favorables. Le début d'année 2019 aura été aussi extraordinaire que la fin de l'année 2018 pour l'ensemble des marchés actions et en particulier pour le marché suisse. La correction de près de -10% du SPI, réduite à -6.7% au 31 décembre, a rapidement fait place à une reprise fulgurante de +19.4% en quatre mois. L'indice SPI a ainsi dépassé son niveau précédent la correction brutale de décembre, et il réalise de nouveaux records en dépassant également les sommets atteints en janvier 2018. L'optimisme, voire l'euphorie, semble avoir très vite gagné les investisseurs en 2019, quelques semaines seulement après les signes d'une quasi panique, qui avait fait chuter les cours des valeurs suisses et inquiété les observateurs. Les facteurs de risque ayant poussé le marché suisse à la baisse en décembre étaient essentiellement externes et macro-économiques : le coup de frein économique en Allemagne, qui évitait de justesse une récession technique, les craintes d'inversion de la courbe des taux aux Etats-Unis perçue

comme un indicateur avancé d'une récession en 2019 et finalement le changement de perception des risques des investisseurs à quelques jours de la fin de l'année fiscale. Le sentiment de ce début d'année est évidemment tout autre. L'optimisme des investisseurs n'est pour l'instant fondé que sur des anticipations de retournement de la situation conjoncturelle mondiale. Les niveaux de valorisation pour les titres suisses offraient, comme nous l'avions relevé dans notre note de stratégie de fin d'année, des opportunités d'investissement particulièrement intéressantes à moyen terme. Mais aujourd'hui, les valorisations sont à nouveau plus riches en comparaison historique. Le PE du marché suisse est à nouveau proche de 17x les bénéfices attendus pour 2019, soit sensiblement plus que le niveau d'environ 13x observé en décembre. L'indice SPI se traite aussi à plus de 17x les profits, soit plus de 10% au-dessus de la moyenne à long terme. Du côté du rendement, la situation est encore attrayante grâce aux dividendes qui devraient permettre d'offrir un rendement proche de 3%. Il est donc raisonnable de s'inquiéter à nouveau de ces développements peut-être trop favorables dans le contexte actuel à nouveau incertain. Nous estimons que le marché suisse pourrait donc entrer dans une phase de consolidation dans l'attente de confirmation des anticipations positives ayant motivé la hausse. Dans un contexte désormais plus fragile, nous recommandons aujourd'hui d'adopter une stratégie plus défensive sur le marché suisse.

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