

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES | ACTIONS INTERNATIONALES

La politique monétaire plus restrictive affecte les marchés actions. Les marchés devraient s'inquiéter des risque de récession. Les actions US devraient céder à un ensemble de menaces. Environnement désormais compliqué pour les émergents.

Points clés



- La politique monétaire plus restrictive affecte les marchés actions
- Les marchés devraient s'inquiéter des risque de récession
- Les actions US devraient céder à un ensemble de menaces
- Environnement désormais compliqué pour les émergents

La politique monétaire plus restrictive affecte les marchés actions

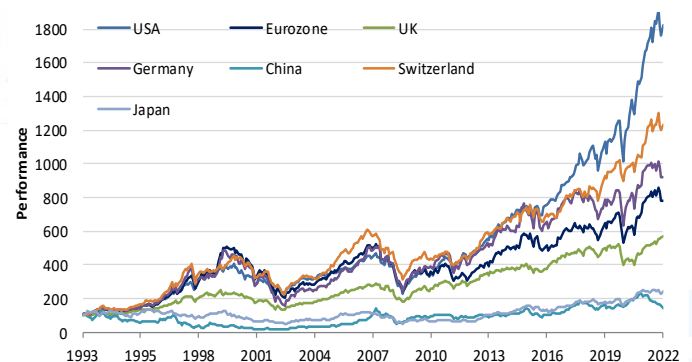
Les marchés actions terminaient l'année sur une note clairement positive et optimiste sans crainte des effets potentiellement perturbants des changements de politiques monétaires attendus pour 2022. Les perspectives économiques s'avéraient solides et la croissance des profits des entreprises n'était pas remise en question. Le mois de décembre contribuait ainsi très sensiblement à la progression des indices boursiers sur l'ensemble de l'année. Le réveil du 1er trimestre a donc été brutal et essentiellement provoqué par une première accélération des taux aux Etats-Unis dépassant les sommets enregistrés un an auparavant de 1.70% sur les dix ans, tandis que les taux à plus court terme s'ajustaient rapidement aux nouvelles craintes inflationnistes et au resserrement monétaire annoncée par la Fed. La guerre en Ukraine est venue ensuite renforcer les craintes d'une forte poussée de l'inflation et les anticipations de durcissement plus rapide des conditions monétaires de la Réserve fédérale. Cet environnement devrait aussi marquer la fin d'une longue phase d'expansion de PE et provoquer le début d'une période de contraction des mesures de valorisation. Le premier trimestre 2022 a donc essentiellement été perturbé par des incertitudes et des craintes plutôt en lien avec le changement probable de politique monétaire. Les valeurs de croissance aux valorisations plus élevées et celles présentant des profils de croissance des ventes dynamiques mais incertains ont été plus touchées par la hausse des taux.

L'indice Nasdaq a ainsi chuté de -21.3% alors que le S&P500 ne corrigeait que de -13% au plus fort de leurs baisses.

Les marchés devraient s'inquiéter des risques de récession

La hausse des taux n'est pourtant pas le seul facteur qui devrait être pris en considération par les marchés actions en ce début de 2ème trimestre. Même s'il est vrai que les actions ont largement profité des injections de liquidités des banques centrales en 2020 et 2021, provoquant une inflation des actifs financiers, la disparition de ces injections de liquidités ne sera donc pas sans conséquences. La hausse des rendements obligataires proche de 3% offre à nouveau des alternatives aux actions en matière de diversification des placements et d'allocation d'actifs.

Marchés actions long terme (base 100)



Sources: BBGI Group SA

Le principal risque nous semble plutôt concerner les perspectives économiques mondiales après l'invasion de l'Ukraine et ses conséquences. La hausse généralisée de l'inflation devient une menace très sérieuse pour la croissance économique et les résultats des entreprises.

Si le choc pétrolier de 1973 avait poussé l'inflation américaine de 3% à 12% en trente mois, la sortie de la pandémie et la guerre en Ukraine a déjà provoqué un bond de 0.6% à 8.5%.

Entre 1973 et 1974, le Dow Jones avait chuté de -45% dans une récession économique qui avait duré de novembre 1973 à mars 1975. Dès lors, les risques de révision des profits des entreprises ne doivent pas être négligés dans cet environnement. Un nouveau régime de valorisation des actions représentera un frein à la progression des indices actions et notamment des valeurs à faible marges ou celles aux multiples particulièrement élevés.

contexte défavorable marqué par une baisse significative du pouvoir d'achat des ménages. Une partie de ceux-ci ne sera pas en mesure de maintenir leur niveau de consommation en cas de hausse des prix de vente.

Les prochaines semaines seront particulièrement intéressantes lorsque les entreprises dévoileront leurs résultats trimestriels et leurs anticipations pour les 2ème et 3ème trimestre. Cette situation est clairement une menace pour les marges bénéficiaires des entreprises qui pourraient devoir réviser sensiblement leurs perspectives. Dans un contexte international, les sociétés européennes sont plus touchées tout d'abord par leur dépendance plus directe aux prix de l'énergie en Europe, mais ensuite parce que les négociations salariales pourraient s'y avérer plus dures. D'un point de vue de valorisations relatives, les sociétés européennes offrent toujours une prime de risque d'environ 35% par rapport à celles de l'indice S&P500.

Les actions européennes se traitent à environ 14x les profits de l'année 2022, soit un niveau nettement plus raisonnable que le multiple américain de 20x. Si les valeurs européennes mériteraient de ce point de vue d'être privilégiées dans une allocation régionale tactique, nous craignons désormais qu'elles ne souffrent d'une visibilité réduite défavorable favorisant le marché américain moins affecté par la géopolitique européenne. Malgré cette prime de risque, nous estimons que les valeurs européennes ne devraient pas être favorisées particulièrement lorsque les risques de ralentissement conjoncturel voir de décroissance sont renforcés.

Actions chinoises A et B (base 100)



Sources: BBGI Group SA

Les actions américaines devraient céder à un ensemble de menaces

Une nouvelle conjonction de facteurs clairement plus incertains et défavorables se met en place et menace désormais plus sérieusement l'avenir immédiat des actions américaines. En ce début de trimestre, l'équilibre des marchés est en effet menacé par une inflation historique, une baisse de pouvoir d'achat des consommateurs, des risques persistants d'approvisionnement de matières premières et de composants industriels, des tensions sur les coûts de production, des hausses des salaires, une baisse potentielle consécutive des marges, une chute possible de la demande et de la consommation en lien avec la dégradation probable des perspectives économiques et par une banque centrale sur le point de remonter ses taux directeurs de 50 points de base, alors que les conditions monétaires sont déjà plus restrictives suite à la hausse brutale de plus de 100 points de base des « yield curve » en trois mois.

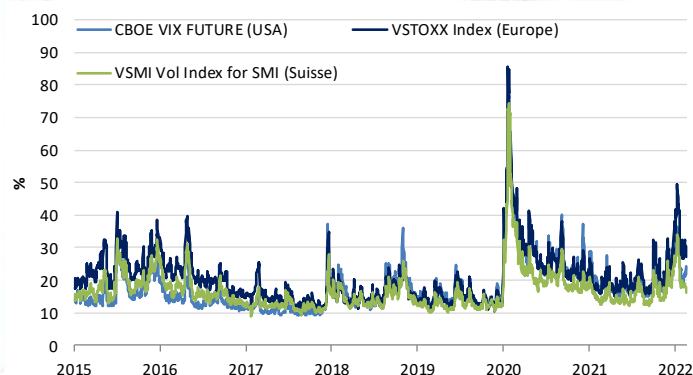
Les marchés actions sont désormais fragilisés par ces facteurs alors que le PE du S&P500 est toujours supérieur à 20x les profits de l'année 2022.

La prime de risque des actions européennes pourrait être insuffisante face à une visibilité réduite des résultats

Les nouveaux challenges posés aux sociétés européennes en lien avec la crise géopolitique et les sanctions imposées à la Russie ne sont pas anodins pour beaucoup d'entreprises de la cote. Les sanctions imposées et la pression de se retirer de Russie touchera plus nettement celles dont la proportion du chiffre d'affaires réalisé en Russie est importante.

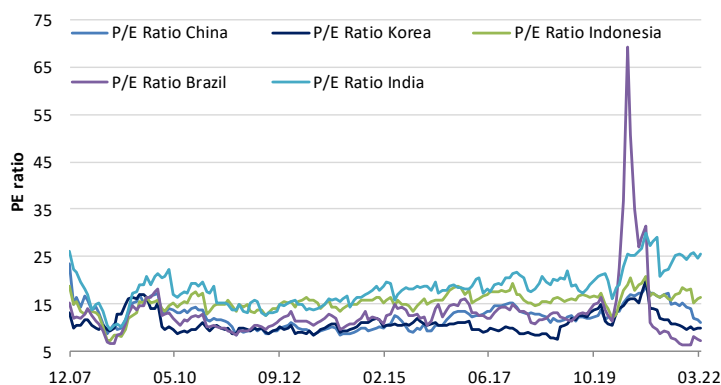
Plus généralement la hausse des coûts de production induite par la hausse des prix des matières premières et de l'énergie affectera aussi la plupart des sociétés qui devront estimer dans quelle mesure elles pourront passer ces coûts supplémentaires dans leurs prix de vente. Beaucoup devront faire face à un

Indicateurs de volatilité (USA, Europe, Suisse)



Sources: BBGI Group SA

PE des marchés émergents



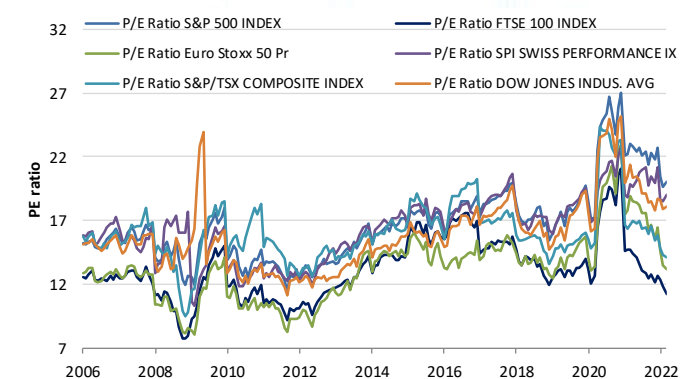
Sources: BBGI Group SA

Nouvelles opportunités pour les valeurs du Nikkei

Les actions japonaises ont largement sous-performé les valeurs internationales en 2021 en enregistrant une progression relativement modeste de +5%. La hausse de la prime de risque pour les titres japonais, couplée avec la baisse du yen et les plans de soutien conjoncturel massifs offrent des raisons de s'intéresser au marché japonais. A seulement 15x les profits attendus pour 2022, le Nikkei se traite à un discount de 25% par rapport à l'indice S&P500. La nouvelle stratégie gouvernementale favorisant l'innovation, le développement des compétences digitales du Japon, les énergies alternatives et la sécurité économique dans divers domaines essentiels de la technologie devrait aussi offrir des perspectives supérieures de développement aux entreprises japonaises actives dans ces secteurs spécifiques. La récente faiblesse de la bourse japonaise est essentiellement due à l'environnement international plus incertain et aux risques de remontées de taux d'intérêt aux Etats-Unis.

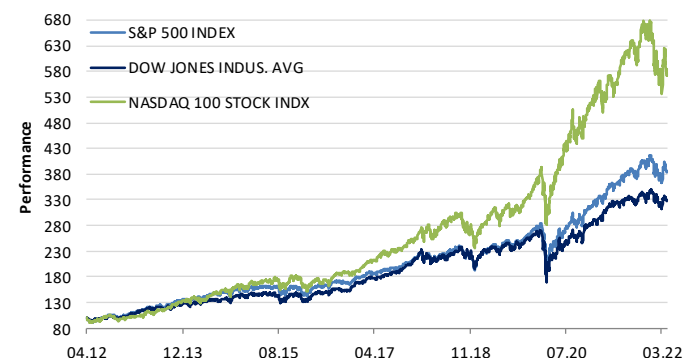
A moyen terme, les actions japonaises offrent cependant déjà des opportunités d'investissement et de diversification intéressantes.

PE des marchés développés



Sources: BBGI Group SA

Marchés actions US (base 100)



Sources: BBGI Group SA

Primes de risque toujours attractives pour les actions britanniques

Le premier trimestre 2022 aura assez nettement profité aux actions britanniques alors que nous relevions en début d'année

le niveau particulièrement attrayant de sa prime de risque. L'indice FTSE 100 bénéficiait en effet d'une valorisation inférieure de 20% à celle des grands indices américains et européens en raison notamment de sa composition particulière. La progression actuelle de l'indice est à peine positive (+3.6%) à ce jour mais elle permet au marché britannique de largement surperformer ces pairs européens (-10%) et américains (-5.8%) en nets déclin.

Les valeurs britanniques (PE 11.5x) se traitent toujours avec un discount de 12% par rapport aux actions européennes (PE 13x) et de 42% par rapport aux actions américaines (PE 20x).

Cet écart de valorisation devrait encore lui être favorable, en particulier si les valeurs des secteurs énergie et matériaux de base profitent encore un peu plus de la hausse des matières premières au cours de prochains mois. L'exposition à ces deux secteurs représente environ 22% contre 15% pour le SX5E européen et 5% pour l'indice S&P500.

Environnement désormais compliqué pour les émergents

L'environnement qui se met en place sur le plan international modifie aussi assez fortement les perspectives pour les marchés émergent. Si en début d'année on pouvait anticiper une amélioration de leurs conditions relatives, désormais la lutte qui s'engage pour l'accès aux matières premières et la sécurisation des approvisionnements en énergie devrait placer les plus démunis dans une situation difficile.

La guerre en Ukraine et celle menée par les pays occidentaux en général contre la Russie bouleversera durablement les relations entre pays producteurs et pays consommateurs. Le pouvoir d'achat des pays développés leur permettra d'accéder aux ressources existantes en dehors de la Russie, mais le prix à payer pour réaliser ce changement majeur de sources d'approvisionnement en gaz et en pétrole en particulier sera élevé. Si ceux-ci peuvent se permettre de payer plus cher leur approvisionnement vital, ce ne sera sans doute pas le cas de nombreux pays émergents.

Si les économies émergentes productrices et exportatrices de matières premières peuvent tirer positivement leur épingle du jeu dans le contexte macro-économique qui se dessine, les autres marchés émergents pourraient au contraire souffrir de la hausse des prix induite par cette compétition. Ils subiront dès lors une plus forte phase de stagflation, marquée par une inflation supérieure et une croissance limitée.

Il convient dans ce cas de distinguer plus finement les risques et les opportunités entre pays émergents et ne plus s'exposer aussi largement à ces marchés spécifiques par des produits financiers indiciaires mondiaux, mais adopter une stratégie plus sélective.

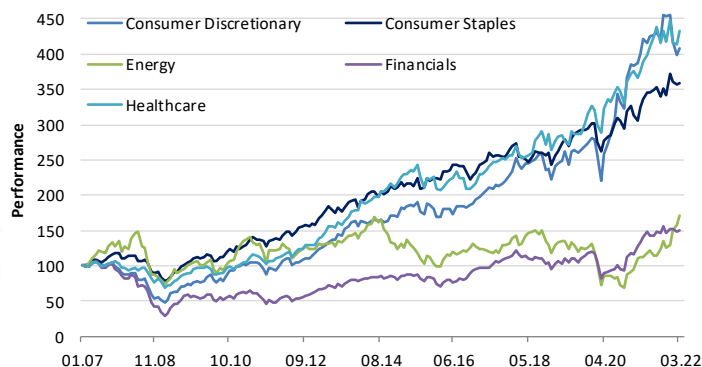
Un nouveau paradigme semble se profiler avec les nouvelles conditions économiques en développement plus incertaines. La montée des incertitudes en matière de croissance, d'inflation et de résultats de sociétés devrait progressivement s'étendre aux investisseurs « retail » parmi les divers acteurs du marché (institutions, sociétés, hedge funds) qui pourrait bien relancer une nouvelle phase de correction des cours des actions après le rebond technique du mois de mars.

Ce nouveau paradigme ne devrait plus permettre de soutenir les valorisations extrêmes de certains secteurs favorisés par la baisse des taux. Un changement de style favorisant un peu plus les processus rationnels de sélection de valeurs au détriment d'approche plus spéculatives et liées au simple momentum des cours de valeurs au futur autant prometteur qu'incertain. Les investisseurs devraient valoriser plus largement les entreprises de qualité, aux marges élevées, aux bilans sains, aux flux de trésorerie régulier et à la capacité de développer leurs affaires même en phase de récession. Le déplacement vers le haut des courbes des taux sera en effet certainement plus négatif pour les valeurs de croissance et plus favorable aux secteurs et aux sociétés capables de dégager et de maintenir des marges suffisantes dans un environnement économique désormais plus compétitif et dans lequel la hausse des coûts de production ne pourra souvent pas être répercutée sur les prix de vente.

Le secteur technologique et les valeurs numériques ont largement surperformé les autres secteurs en 2021, cette tendance devrait marquer le pas en 2022. Nous anticipons des prises de profits notamment sur les valeurs aux valorisations excessives. Le secteur est donc sous pondéré. Le secteur bancaire et les assurances seront favorisés par la phase initiale de remontée des taux d'intérêt à long terme et méritent encore une surpondération. Les valeurs de l'énergie, notamment alternatives, et des matériaux de base sont également favorisées par l'amélioration des perspectives de croissance des profits liées à la hausse des cours de matières premières. Le secteur minier en profitera aussi et devrait donc être présent dans une allocation internationale diversifiée.

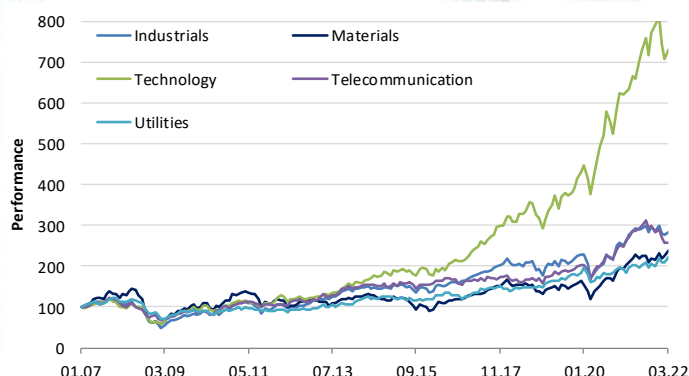
Les mines d'or et d'argent profiteront certainement aussi d'une poursuite de la hausse attendue des cours des métaux précieux. Les REITs seront également favorisés par leur capacité à constituer un « hedge » contre l'inflation. Les secteurs de la consommation, industriels devraient au contraire être sous pondérés.

Performance des secteurs MSCI World (base 100)



Sources: BBGI Group SA

Performance des secteurs MSCI World (base 100)



Sources: BBGI Group SA

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
Place de Longemalle 1
1204 Genève - Suisse
T: +41 22 59 59 61 1
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch