

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

## Marchés: Marchés mondiaux – Impressions premières

16 janvier, 2012

### Focus: Optimisme pour les actions au premier semestre, mais de nombreux défis demeurent

#### Points clés:

- Faible croissance du PIB= P/E bas
- Meilleure tenue des valeurs orientées vers les marchés émergents.
- Se concentrer sur les leaders mondiaux, la qualité et la liquidité.

**La performance des marchés émergents restera proche des moyennes historiques ; des revenus meilleurs auront besoin d'une croissance plus forte.**

beaucoup plus faiblement que par le passé (moyenne = +3.9%) au rendement global. Par ailleurs, la composante « appréciation du capital » de +12.6% et +15.3% durant les années '80 et '90, étaient supérieures à la moyenne historique (+5.2%).

	Total Return	Price Appreciation	Income Return
1930's	0.1%	(5.3%)	5.7%
1940's	8.9%	3.0%	5.7%
1950's	18.9%	13.6%	4.7%
1960's	7.7%	4.4%	3.1%
1970's	5.8%	1.6%	4.1%
1980's	17.2%	12.6%	4.1%
1990's	18.0%	15.3%	2.3%
2000's	(0.9%)	(2.7%)	1.8%
2010	15.1%	12.8%	2.0%
2003-2010	6.7%	4.6%	2.0%
1930-2010	9.3%	5.2%	3.9%

Source : Morgan Stanley

#### Aperçu

Les prévisions économiques de croissance du PIB dans le monde laissent apparaître une situation peu avantageuse pour l'Europe en 2012. Une croissance solide s'accompagne généralement d'une forte progression des marchés boursiers, ce qui ne sera pas le cas en Europe. Alors que le marché boursier européen souffrira des risques de récession, la croissance économique américaine devrait soutenir le marché actions. La croissance asiatique sera sans doute la plus solide et une amélioration du climat des investissements poussera les indices émergents à la hausse. Le contexte est plus ou moins identique à celui qui prévalait en 2011, et qui a vu au final les actions faire du sur-place grâce à la reprise observée en fin d'année.

Le graphique ci-après montre le rendement total des actions pour le S&P 500, décomposé en 2 facteurs : « dividendes » et « appréciation en capital ». On observe que la période allant de l'an 2000 à 2011, a été la plus mauvaise période pour les actions depuis les années 1930. Effectivement si l'on compare la période actuelle à celle des années 30, la composante « dividendes », avec un rendement de 1.8%, contribue

Ces années témoignent de la surperformance des marchés développés en raison de la domination écrasante du S&P 500 dans le tableau de la croissance mondiale et de l'émergence des investisseurs institutionnels dans les marchés financiers développés. Une situation similaire existait également dans les années 50, lorsque les Etats-Unis étaient le moteur de la croissance mondiale. Le message est finalement toujours le même, s'il existe d'autres alternatives où la croissance est plus attrayante, les investisseurs ont de fortes chances de s'y intéresser. C'est effectivement ce qui s'est passé depuis 2003 pour les fonds institutionnels, avec les nouvelles options offertes par l'Asie, l'Amérique latine et dans les autres marchés émergents. Il en résulte que les entreprises devenues matures dans les marchés développés sont condamnées à avoir des multiples moins élevés à l'avenir.

75% de la croissance du PIB mondial provient des pays émergents, ce qui n'est pas reflété dans les portefeuilles diversifiés en actions. Ainsi, les portefeuilles d'actions devraient, selon nous, détenir beaucoup plus de titres d'entreprises basées dans ces régions, pour améliorer leurs perspectives de gains grâce à cette meilleure exposition. Jusqu'à présent, les grandes capitalisations et les titres de qualité, ont été favorisés dans les allocations de portefeuilles au cours de ces dernières années, en particulier parce qu'une croissance plus lente dans les marchés développés a été contrebalancée par une meilleure croissance partout ailleurs. En revanche, les rendements peuvent être améliorés par les dividendes, qui représentent un facteur important dans le rendement total.

## Multiple de marché pour le S&P 500

Si l'on prend le S&P 500 comme point de référence mondial et son historique de cours à long terme, on pourrait penser que les évaluations (x10) ont atteint des niveaux attrayants (voir graph. ci-contre). Ceci devrait normalement déboucher sur une hausse d'importance à partir des niveaux actuels, comme ce fut le cas pendant la période de 1985 à 1987 lorsque les multiples de marché (PE) sont passés de 10x à 14x les bénéfices. Puis, il y eut le krach de 1987 et l'effondrement de l'URSS et du bloc de l'est avec un retour vers le haut à 15x en 1992. A partir du milieu et jusqu'à la fin de 2012, le pronostic de croissance des revenus est revu à la baisse, ceci pourrait représenter à terme un risque pour les valorisations des marchés développés.

La période allant de 1976 à 1982 connut la plus forte hausse historique d'inflation et les valorisations n'excédaient pas 10x les bénéfices. La question aujourd'hui serait : est-ce que les marchés développés vont entrer dans une période similaire (< 10 x les bénéfices par action). Si ce n'est pas le cas, quel sera l'environnement entre 2012 et 2013 lorsque les niveaux resteront au-dessus de 13 x ? La période actuelle ne favorise pas la prise de risque.



Source: Morgan Stanley

Une autre analyse plus optimiste estime que seules 10% des sociétés qui composent le S&P 500 présenteraient des revenus en baisse en 2012 par rapport à 2011. Cependant, si 90% des sociétés devaient montrer des revenus en hausse, près de 25 % de l'augmentation des revenus totaux du S&P 500 proviendraient de seulement six titres bancaires, ce qui ne témoigne pas d'une vigueur largement partagée. D'un point de vue macroéconomique, la plupart des économistes prévoient une diminution de la croissance dans les quelques trimestres à venir dans quasiment la totalité des économies mondiales, alors que le ralentissement chinois risque également d'être important. Le dollar est quant à lui en train de s'apprécier contre la plupart des autres devises ; ce qui pourrait peser sur les perspectives bénéficiaires puisque, chaque pourcent d'appréciation correspond à environ 1 % de baisse des revenus du S&P 500.

## Éléments à prendre en considération

La crise bancaire et financière européenne n'est toujours pas contenue et le manque de garanties et de liquidités en dollars durant un cycle important de réajustement reste problématique. La BCE a joué le rôle de garant en faveur des banques européennes alors même que les liquidités ne circulaient plus correctement dans l'économie en raison de la méfiance des banques à s'accorder des prêts entre-elles. Les investissements directs étrangers ont fondus, les exigences en capitaux propres ont été augmentées et les prêts interbancaires ont diminués.

Un autre risque majeur réside dans l'immense quantité d'obligations émises récemment. Les nations du G7 vont devoir faire face à 7,3 trillions de dollars

de maturités souveraines et plus de 0,5 trillions de dollars de paiements d'intérêts en 2012. Ces montants sont stupéfiants. Le Japon et les USA représentent à eux seuls 6 trillions de ce montant. L'échéance de 1 trillion de dollars de dettes de l'industrie bancaire et financière mondiale sera un moment crucial.

L'ensemble du marché des options et futures a été dramatiquement affecté par la faillite de MF Global. Cet événement a provoqué une augmentation de la demande en placements sûrs et des livraisons physiques de métaux précieux et industriels. Ceci aura aussi certainement des répercussions sur l'utilité et la puissance du marché COMEX. Une autre conséquence fut également la déconnexion entre les prix des marchés futures et spot, des mécanismes de livraison pour effectuer des transactions cash centralisées sur d'autres juridictions telles que Hong Kong ou encore Dubaï.

La crainte d'un conflit au Moyen Orient continuera de pousser les prix du pétrole à la hausse alors même que 15 millions de barils (soit 50% des exportations mondiales) transitent par le Golfe Persique. Les économies asiatiques seraient les plus exposées à ce risque (Japon, Corée et Taiwan).

**Pour conclure, nous pensons que ces problèmes pourraient encore être importants en 2012, mais que le premier semestre devrait toutefois être positif.**

*Disclaimer: This document and any attachments thereto are confidential and intended solely for the use of the addressee(s) and should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of BBGI. This document and any attachments thereto are provided for information purposes only and are not an offer or solicitation for any purchase, sale or subscription. BBGI shall not be liable for any decision taken on the basis of the information disclosed herein and no advice, including any relating to financial services, is given herein by BBGI. This document and any attachments thereto are based on public information. Under no circumstances can this report be used or considered as a commitment by its authors. BBGI makes every effort to use reliable, comprehensive information and BBGI makes no representation that it is totally accurate or complete. In addition, the views, opinions and all other information provided herein are subject to change without notice. Prices and margins are indicative only and are subject to change at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations are not representative of any future results. The opinion, views and forecasts expressed in this document and any attachments thereto reflect the personal views of the author(s) except for any specific mention, and do not reflect the views of any other person or*



- Institutional Asset Management
- Private Banking
- Fund Management
- Advisory Services for Institutional and Private Investors
- Currency Risk Management