

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Marchés : les valorisations des actions

16 février 2012

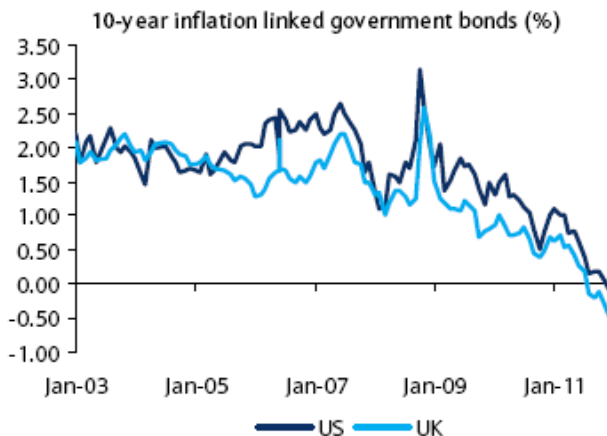
Focus: la hausse des actions face à la faiblesse de la gestion passive

Points clés:

- Les valorisations semblent faibles, mais.....
- Les rendements obligataires réels sont négatifs
- Croissance limitée des marges et des profits

Nous nous attendons à une hausse des actions mais portons une attention particulière aux problèmes de valorisations entre actions et obligations

Les taux de rendement sur les actifs sans risques (obligations gouvernementales liées à l'inflation) sont à des niveaux historiquement bas car ils sont maintenant négatifs depuis le deuxième semestre de 2011 (en prenant en compte l'inflation); comme l'indique le graphique ci-dessous :



Source: Haver Analytics

Malgré les assouplissements monétaires et l'augmentation de l'endettement mondial, la part de l'obligataire de bonne qualité par rapport à l'offre globale est en diminution. La dette de qualité supérieure est en effet en diminution en 2012. Le marché semble désormais convaincu que les taux d'intérêt resteront durablement bas; en effet, le

message des banques centrales en 2011 était clair : les politiques monétaires resteront encore longtemps accommodantes et les taux à court terme seront maintenus à des niveaux historiquement bas longtemps. La lente reprise dans les marchés développés a contribué à rendre très cher les actifs considérés comme les plus sûrs.

Les valorisations des actions sont en ligne avec les normes historiques. Mais la rentabilité négative offerte par les actifs sans risques signifie que les primes de risques des actions (la différence entre le rendement attendu des actions par rapport aux taux sans risques) sont au-dessus des normes historiques. Cela signifie qu'une poursuite de la tendance sur les marchés de taux rendront plus attrayants les marchés boursiers qui sont actuellement déjà bon marchés en raison de la différence de risque qui existe entre les actions et les obligations. Pour compliquer encore les choses, les marges des entreprises sont à des niveaux historiquement élevés; les sociétés qui annonceront des résultats en-dessous des attentes auront des performances décevantes et pourront être fortement pénalisées dans un environnement de primes de risques élevées comme aujourd'hui.

US Corporate Profits as % of GDP



Source : Haver Analytics



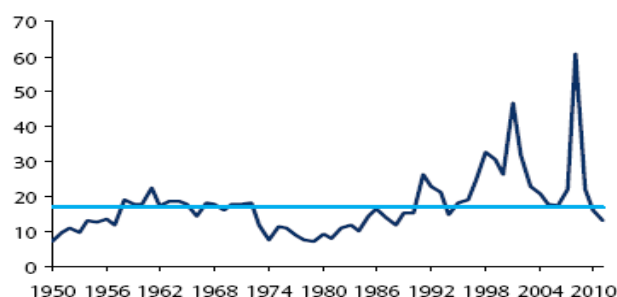
Source: Morgan Stanley

De récentes analyses conduites par Barclays Capital démontrent que la valorisation des actions est en ligne avec les rendements à long terme ajustés à l'inflation compris entre près de 2% (Japon) à 6% (Royaume-Uni et Europe), et au-dessus de 7% pour les Etats-Unis.

Le tableau ci-dessous illustre ces informations : la colonne « Div » représente les rendements historiques moyens des dividendes. Le « Cap Gain » en capital représente l'appréciation réelle des capitaux investis et le « TR » représente le rendement total sur les actions.

Country	Period	Div	Cap Gain	TR
UK	1950-2011	4.48%	1.66%	6.15%
US	1950-2010	3.69%	3.27%	6.96%
Germany	1973-2011	2.65%	2.63%	5.27%
Japan	1973-2011	1.30%	0.31%	1.61%
UK	1900-2011	4.51%	0.33%	4.84%
US	1926-2010	4.17%	2.40%	6.57%

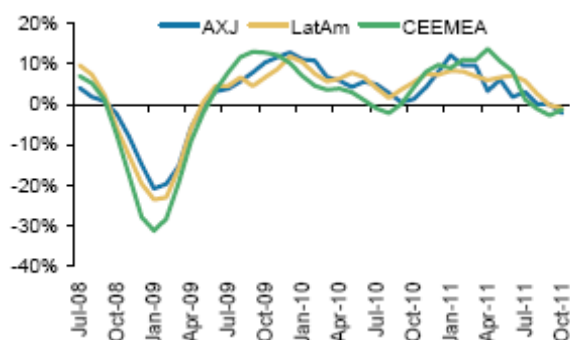
L'évolution des marchés actions est influencée par les changements de tendances à long terme des fondamentaux économiques, des facteurs cycliques à court terme tels que les récessions et leurs implications au niveau des politiques monétaires du G3 par exemple (États-Unis, Japon, Europe), ainsi que par le processus de désendettement de ces mêmes économies. Les graphiques suivants montrent les tendances de l'évaluation des actions dans les marchés développés au cours des 60 dernières années et sur des périodes plus courte.



Source: Barclays

De nombreux observateurs ont attiré l'attention sur la hausse récente des marges des sociétés internationales à fortes capitalisations du fait de l'intégration de la main d'œuvre chinoises et comment cela a aidé à la mondialisation et à un changement de l'industrie manufacturière en Chine. **L'intégration de la main-d'œuvre bon marché de la Chine dans l'économie mondiale a eu lieu et ne se répétera pas ; il n'existe pas d'autre substitut à ce mouvement. Maintenant, les marchés des actions devront composer avec un changement dans la répartition des revenus qui se distanciera des sociétés (capital) pour aller en direction des ménages (travail). C'est donc la raison pour laquelle des changements dans les marges**

bénéficiaires et une croissance plus lente auront un impact important sur les entreprises lors des phases d'ajustement de ces tendances de fond. C'est aussi pourquoi les investisseurs vont avoir des difficultés à sélectionner des actions qui sont correctement positionnées comme valeurs de croissance domestiques. De fortes valorisations, même dans les pays émergents, ne sont pas garanties si elles sont trop dépendantes de la croissance des exportations. Le graphique suivant illustre cette évolution pour l'Asie (ex-Japon), l'Amérique du Sud et l'Europe de l'Est ainsi que pour le Moyen-Orient et l'Afrique.



Source: Morgan Stanley

Le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, la Chine et les pays membres du Conseil de Coopération du Golf sont les économies des marchés émergents qui offrent le plus fort potentiel domestique.

Alors que les évaluations des actions semblent avantageuses dans les marchés développés, la poursuite de la tendance de taux d'intérêts négatifs soutient la progression des actions alors même que les PE pourraient suivre une tendance de retour à la moyenne.

On pourrait même ajouter que cette période ressemble fortement à celle de la fin des années 1970. A cette époque, les valorisations étaient basses en raison de l'inflation et le choix des titres était primordial pour assurer le succès d'une stratégie d'investissement. Les titres qui ont connu les meilleures performances avaient des taux de croissance des revenus réguliers et au-dessus de la moyenne alors même que l'économie s'adaptait à la hausse de l'inflation.

Plus que jamais, la gestion active sera indispensable ; une indexation passive ne permettra pas de générer de la surperformance.

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 SA
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch