



18 octobre 2016

Hausse probable de la volatilité après les élections américaines

Surprises économiques positives et convergence des cycles économiques. Reprise du cycle de hausse des profits. L'action de la Fed sera neutre. Perspectives plus favorables pour les actions.

Points clés

- Retour de la confiance et convergence des cycles économiques régionaux
- Amélioration générale des bénéfices attendue au quatrième trimestre
- Le niveau d'inquiétude des marchés est au plus bas malgré l'incertitude liée aux élections américaines
- La croissance des bénéfices devrait soutenir la hausse des titres américains
- La croissance de la zone euro devrait soutenir les profits des sociétés
- La stabilisation de la livre freinera la progression des valeurs britanniques
- Un affaiblissement du yen est indispensable pour relancer l'intérêt des titres japonais
- Les actions chinoises et émergentes profitent de l'amélioration du climat boursier international

Confiance, croissance, convergence... un cycle vertueux

La confiance s'est maintenue en Europe après le Brexit, malgré l'incertitude du processus à enclencher par le gouvernement britannique (article 50) et les nombreuses difficultés qui ne manqueront pas de voir le jour avant une séparation définitive du Royaume-Uni et de l'Union européenne.

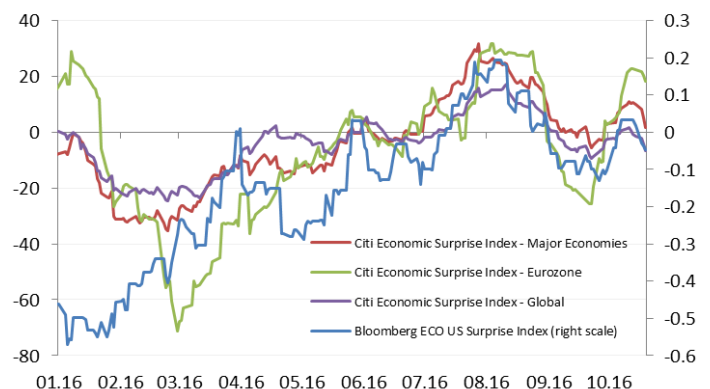
Un certain optimisme semble être de retour également aux Etats-Unis, malgré une campagne électorale de plus en plus à la dérive.

En Asie aussi, les esprits se sont apaisés, il n'est plus question de dévaluation compétitive en Chine, ni de récession au Japon.

L'économie mondiale va mieux, les consommateurs semblent donc un peu moins inquiets, ce qui permet aux estimations de croissance et aux indicateurs avancés de décrire un futur économique un peu meilleur. Les indicateurs de surprises économiques montrent d'ailleurs en 2016 des tendances positives suggérant que les résultats publiés sont en règle générale meilleurs qu'attendus.

Cette constatation touche la plupart des régions, nous pouvons donc aussi parler désormais d'une convergence vertueuse possible des cycles économiques régionaux attendue pour 2017.

Indicateurs de surprise économique Global-USA-Europe-Principales économies



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

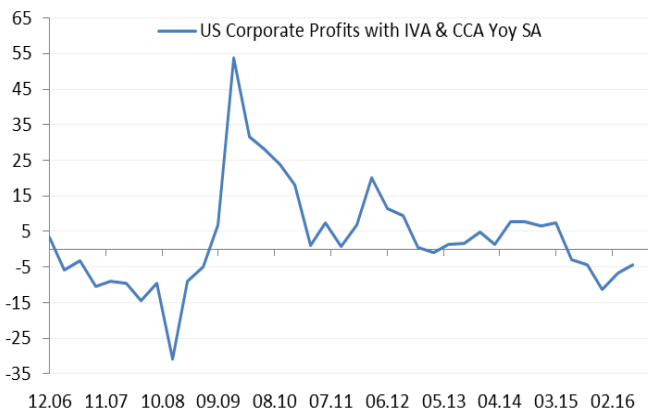
Le cycle de croissance des profits des entreprises est également en phase de retournement. Ce facteur est essentiel au point actuel du cycle de politiques monétaires.

Il est temps que la croissance des profits relègue au second plan les facteurs actuariels comme source de revalorisation des cours.

Amélioration générale des profits aux USA

Il y a trois mois, il nous semblait plus probable d'assister à une nouvelle phase de revalorisation des titres américains au-delà des sommets déjà atteints en mai 2015 que d'assister à un nouvel effondrement des cours déjà vu en janvier. Pour l'essentiel, ce devait être des développements macroéconomiques plus positifs pour le deuxième semestre, mais aussi une amélioration de la confiance des ménages et des investisseurs, qui devaient changer le climat boursier pour permettre une relance des cours des actions. Nous avons aussi anticipé une amélioration des résultats des sociétés, qui après avoir plutôt subi des révisions successives à la baisse, étaient en passe de surprendre favorablement les analystes.

Croissance des profits USA (%)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le cycle de révision des profits des entreprises s'est donc en partie renversé. Les développements favorables sur le plan économique auront un impact positif sur les ventes et les profits.

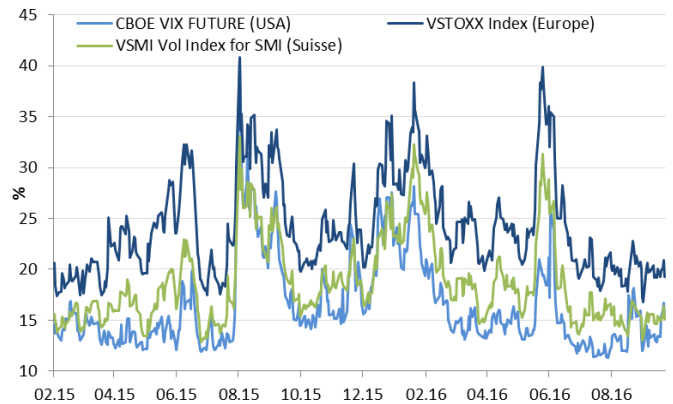
Le niveau élevé des marges aura de la peine à progresser, dans le contexte d'un marché de l'emploi relativement tendu. Au quatrième trimestre, nous estimons que la croissance des bénéficiaires est susceptible de s'améliorer dans la plupart des régions. La hausse de taux directeurs en décembre semble largement escomptée et ne devrait donc pas avoir d'impact sur les marchés. A contrario, les risques politiques sont à court terme le principal facteur de déstabilisation des marchés actions. Le quatrième trimestre pourrait donc être un peu plus incertain avant d'annoncer une hausse des cours peut-être plus nette des actions en début 2017.

Perspectives limitées à court terme pour les actions américaines et l'indice S&P 500

L'indice S&P 500 n'a que très peu évolué après un bond de +8% enregistré avant le début de la campagne présidentielle à la mi-juillet. Par ailleurs

L'indice de volatilité VIX estimant le niveau de risque intrinsèque du marché actions est aussi proche de ses niveaux les plus bas.

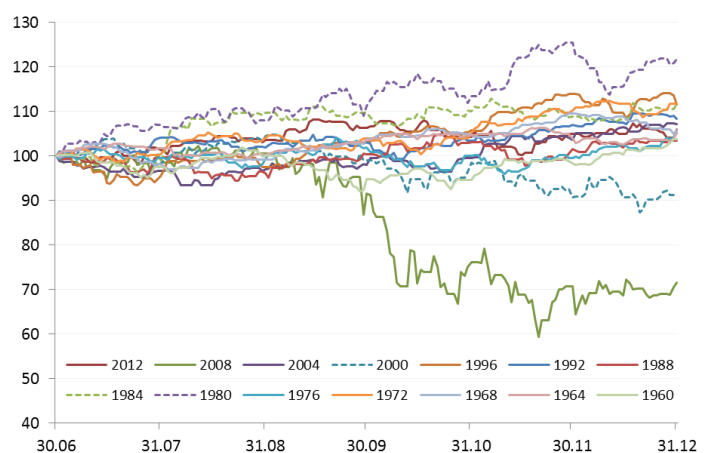
Indicateurs de volatilité (USA, Europe, Suisse)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'incertitude domine toujours le climat boursier, même si le niveau d'inquiétude ne semble pas très élevé. Nous constatons que les marchés financiers, en général plutôt convaincus par la candidature Clinton, ne prennent pas au sérieux la probabilité de succès du candidat Trump. A l'image du référendum sur le Brexit du mois de juin, nous estimons qu'une victoire de Hillary Clinton est donc assez largement anticipée. Le risque d'un succès électoral le 8 novembre de Donald Trump n'est par conséquent que peu intégré dans les cours actuels des actions selon nous, à juste titre d'ailleurs si l'on en juge par l'évolution des sondages de plus en plus négatifs à son encontre. La campagne électorale devrait pourtant se durcir un peu plus encore et provoquer de nouvelles tensions au cours des prochaines semaines qui ne lèveront pas les incertitudes des investisseurs. Les perspectives pour le S&P 500 devraient être favorables en cas de victoire de Hillary Clinton, mais l'incertitude d'une élection de Donald Trump provoquera certainement des prises de profits à quelques semaines de la fin de l'année.

S&P500 avant/après les élections présidentielles

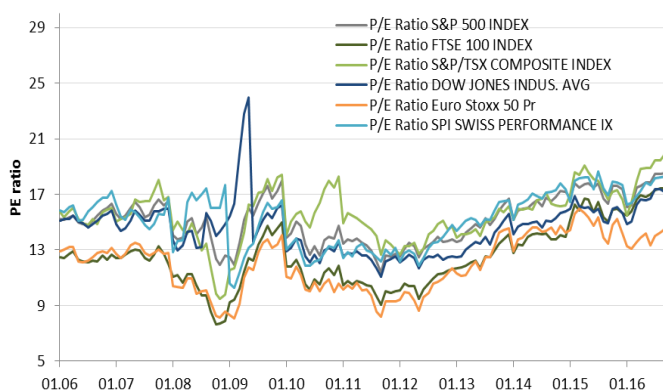


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Il est intéressant de relever que statistiquement, le marché américain a progressé en moyenne de +2.5% entre la date de l'élection présidentielle et la fin de l'année, depuis 1960, soit au cours des treize dernières élections. A l'exception des années 2000 et 2008, sensiblement négatives, toutes les autres années d'élections présidentielles ont vu les actions américaines enregistrer des performances positives dans les semaines suivantes. Avec la dernière phase de hausse de l'indice sur ses précédents sommets, le P/E du marché est à nouveau proche de 18x les bénéfices 2016 pour le S&P500, et de 16x les bénéfices 2017. Les actions américaines ne sont donc pas bon marché et se traitent au-dessus de leur moyenne de 15x les bénéfices.

Néanmoins, l'environnement financier et les prévisions pour la fin de l'année pourraient s'avérer finalement plus favorables, si les élections présidentielles n'apportent pas de nouvelles sources d'inquiétude. Les résultats des sociétés du 3ème trimestre pourraient déjà être meilleurs que ceux attendus et soutenir les perspectives de relance de la croissance des profits pour les valeurs américaines. Les valeurs des secteurs énergies et matériaux qui avaient poussé vers le bas les perspectives de bénéfices devraient présenter de meilleures configurations au cours des prochains trimestres avec la reprise du cycle des matières premières. Le secteur bancaire bénéficiera aussi de la fin du cycle baissier des taux et de la pentification de la courbe des taux d'intérêt. Nous estimons que des surprises positives sur les résultats des 3ème et 4ème trimestres 2016 soutiendront une hausse modérée des titres américains pour la fin 2016.

PE des marchés développés



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

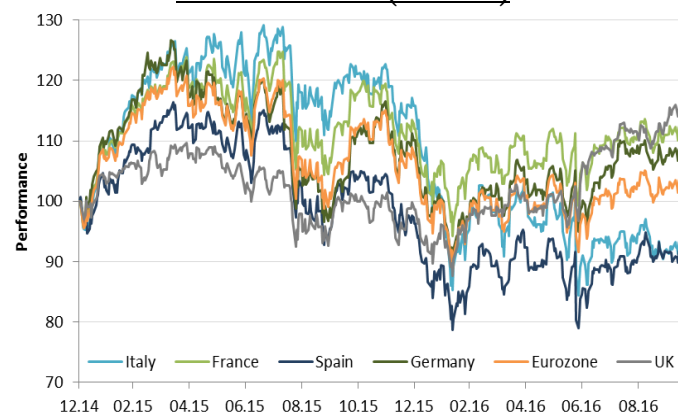
La zone euro ne devrait plus être délaissée

Les actions européennes restent délaissées en raison des risques liés au Brexit. Mais la croissance se renforce pourtant et les statistiques économiques sont plutôt en train de se raffermir. Les incertitudes l'emportent pour le moment sur les perspectives positives et sur le niveau de valorisation attrayant à 12.7x les bénéfices 2017. Le Brexit n'aura par ailleurs pas d'impact majeur sur la

marché des affaires et les bénéfices des grandes valeurs européennes. Ces dernières n'ont pas une exposition suffisamment importante au Royaume-Uni pour justifier des risques d'effondrement des profits. En l'absence d'un choc sur la confiance des ménages, la zone euro maintiendra une croissance du PIB supérieure à +1.5% en 2016. La performance des actions européennes a largement été affectée par la contre-performance du secteur bancaire, lui-même très impacté par la politique de taux négatifs (NIRP). Une normalisation des taux longs en Europe serait également un facteur favorable aux actions.

Nous estimons que les valeurs européennes devraient donc bénéficier d'une prochaine phase de revalorisation de leurs cours boursier et offrir de meilleures opportunités d'investissement.

Marchés actions (base 100)



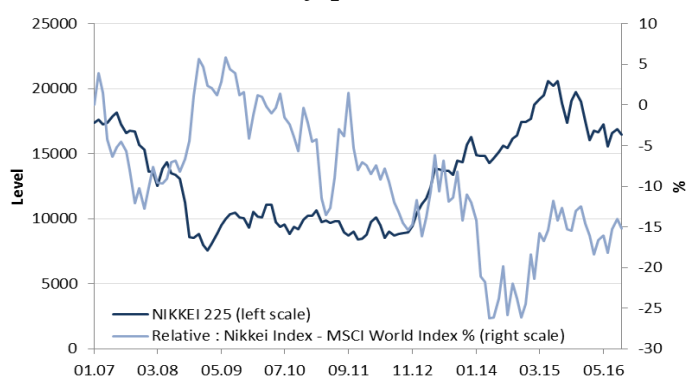
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Au **Royaume-Uni**, nous l'avions relevé lors du référendum, le fait que près de 70% des revenus générés par les grandes valeurs du FTSE 100 soient réalisés à l'étranger sera un facteur positif pour les profits dans un contexte d'affaiblissement de la livre. L'indice phare des actions britanniques en hausse de +11.3% depuis le Brexit est finalement en baisse de -0.44% en CHF. A environ 15x les bénéfices 2017, le marché britannique est plus cher que la plupart des marchés européens, pour un niveau de rendement similaire (4%). Depuis le 22 juin, les petites valeurs (+10.4%) ont légèrement sous-performé l'indice des grandes capitalisations (+11.3%). La stabilisation de la livre devrait freiner la progression des valeurs britanniques.

Au **Japon**, le marché actions a sous-performé la plupart des marchés développés en 2016 en monnaies locales. Il se situe encore en retrait de -11.4% depuis le début de l'année en JPY (+3% en USD), alors que les actions internationales sont en hausse de +5% en USD. La correction du Nikkei a été supérieure par son ampleur et le rebond en cours manque encore de vigueur en raison de la force du yen. Le Nikkei a de la peine à sortir d'une longue zone de trading comprise entre 15'000 et 17'000,

malgré les relativement bonnes surprises en matière de croissance de l'économie nipponne. En termes de valorisation relative, c'est toujours le ratio « prix/valeur comptable » qui parle le plus en faveur des actions japonaises. Le Nikkei se traite à 1.4x la valeur comptable, pour un équivalent de 2.53x pour le S&P500 ou 2.21x pour le SMI, tandis que les valeurs européennes ont une valorisation similaire (1.37x).

Marchés actions Japon VS MSCI Monde



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le marché des actions pourrait naturellement réagir positivement à un changement de perspectives de croissance et d'inflation, mais il sera certainement plus influencé par un renversement de tendance du yen. Si nous n'anticipons pas de surprises très positives sur ces deux fronts, un affaiblissement du yen est tout de même probable. Une envolée du yen au-dessus de 105 serait certainement un facteur positif pour modifier l'allocation tactique en faveur des titres japonais pour l'instant plutôt sous-pondérés

Evolution du taux de change USD/JPY



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les **actions chinoises** devraient profiter de l'amélioration du climat boursier international et retrouver un certain attrait auprès des investisseurs étrangers. La croissance chinoise n'a pas déraillé comme d'aucuns le craignaient en début d'année. Elle sera probablement conforme aux prévisions du gouvernement.

La crainte d'une dévaluation compétitive du yuan avait été l'un des facteurs ayant déclenché le processus de vente de titres en 2015, mais elle semble de moins en moins fondée aujourd'hui. Globalement, les titres chinois se traitent à 12x les bénéfices 2017 et nous semblent à nouveau pouvoir bénéficier du retour des investisseurs internationaux en quête de diversification dans les marchés émergents. D'autant que les valeurs asiatiques en général ont certainement passé le point bas de croissance de leurs profits. Les estimations de profits devraient reprendre une trajectoire positive après quelques années de révisions baissières dans plusieurs pays. Le retour d'un cycle de révision à la hausse sera favorable aux valeurs asiatiques.

Actions chinoises A et B (base 100)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

Les risques politiques à court terme subsistent, mais le renforcement des perspectives de croissance est favorable à la hausse des profits des entreprises. La hausse des taux de la Fed sera neutre, car déjà escomptée par les marchés. Une nouvelle progression des actions sera désormais soutenue par des révisions à la hausse des bénéfices en 2017.

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