

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO



22 mai 2017

Sell in May and go away ? Trop d'incertitudes pour ne rien faire.

La politique américaine redevient incertaine. Où en est le plan fiscal de D.Trump ? Hausse des incertitudes et des risques de déceptions. Des prises de profits s'imposent. Buy Gold !

Points clés

- La politique américaine redevient incertaine et peut désormais provoquer un changement brutal de perception des risques
- Perspectives plus aléatoires pour le programme économique de Donald Trump
- Anticipations d'un plan fiscal moins ambitieux
- Les excellents résultats des entreprises américaines au 1^{er} trimestre ne pourront pas s'amplifier sur le reste de l'année
- Les surprises économiques ont été relativement décevantes aux Etats-Unis en avril
- Vendre des actions avant l'été était une stratégie payante depuis 1985... et en 2017 ?
- Les risques d'éclatement d'une « Techmania »
- Sell in May and... buy Gold !

Les récents développements politiques liés au scandale du limogeage brutal du directeur du FBI tendent aujourd'hui à démontrer l'acuité de notre analyse. Même si le président Trump peut balayer pour l'instant d'un revers de la main les questions des journalistes et éviter une confrontation en entamant ses premières visites diplomatiques en Arabie Saoudite et en Israël, il nous semble très improbable qu'il puisse échapper longtemps aux nombreuses interrogations posées par les conditions exceptionnelles du licenciement de celui qui enquêtait sur les liens possibles pouvant exister entre l'entourage du président et des représentants du gouvernement russe. Les prochaines semaines devraient donc encore être rythmées par de nouvelles révélations qui ne manqueront pas d'être distillées régulièrement et qui n'ont par ailleurs que peu de chances de lever rapidement les doutes de collusion possible ou de l'ingérence russe au moment de la campagne présidentielle.

La politique américaine redevient incertaine et peut désormais provoquer un changement brutal de perception des risques

Nous relevions en début d'année que les incertitudes pouvant affecter la sérénité retrouvée des marchés seraient certainement provoquées en 2017 par le facteur politique aux Etats-Unis.

Nous soulignons que les données économiques seraient certainement toujours plus positives tant aux Etats-Unis que dans le reste du monde, mais que ce facteur essentiel à long terme ne ferait parfois pas le poids contre les risques de déstabilisation des équilibres internationaux qui pourraient émerger en raison du nouveau style de management particulièrement imprévisible du nouveau locataire de la Maison-Blanche.

Performance des marchés actions



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

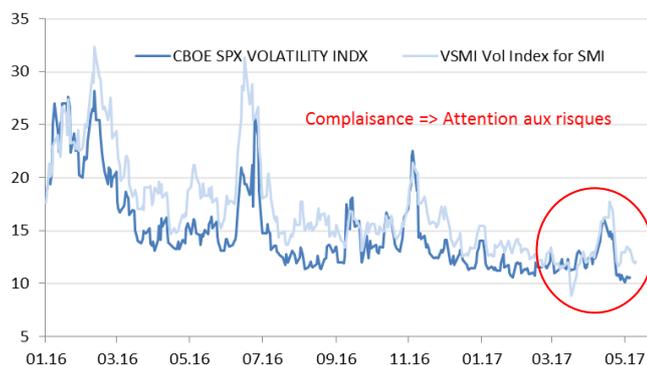
La correction des marchés actions, de -1.8% pour le S&P500 et de -2.51% pour le Nasdaq le 17 mai est probablement un ersatz de ce qui pourrait se produire si les investisseurs commençaient à réellement s'inquiéter d'une action démontrée du président contraire à son mandat. La rumeur que le président Trump soit intervenu pour demander au directeur du FBI James Comey d'abandonner les investigations concernant son conseiller

à la Sécurité Nationale Michael Flynn a en effet surpris les observateurs et a sans doute commencé à instiller le doute sur l'intégrité du nouveau président américain. Les rumeurs suggérant également que celui-ci aurait eu un comportement inapproprié lorsqu'il a reçu le ministre russe des affaires étrangères à la Maison-Blanche en prétendant notamment avoir réussi à diminuer les pressions grâce au licenciement de James Comey ont ajouté au sentiment général d'incompétence et de naïveté du président Trump.

Malgré les démentis de la Maison-Blanche, l'incertitude a donc pris le pas sur la confiance qui s'était pourtant installée depuis plusieurs mois.

Témoin de ce début de changement de perception, l'indicateur de volatilité et de risque, l'indice VIX, a soudainement bondi de son plus bas niveau historique de 9.77 à 15.59, enregistrant une hausse de 50%, sans pour autant s'approcher, même de loin, des niveaux extrêmes atteints lors de la crise de 2008 (90) ou des périodes de crises de 2010, 2011 et 2015 lorsque la volatilité culminait à des niveaux proches de 50.

VIX et VIX SMI



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le dollar semble pour l'heure avoir réagi plus nettement à ces secousses politiques possibles en glissant de -0.54% et en poursuivant ensuite sa correction sans un rebond, alors que Wall Street enregistrerait sa plus forte correction journalière depuis huit mois, mais rebondissait ensuite dans une tentative de conjuration du sort politique grâce à des résultats de sociétés heureusement toujours encourageants. Le secteur bancaire qui devait être l'un de ceux bénéficiant le plus des mesures attendues de dérégulation du programme de Trump a été également sévèrement atteint (-3.04%).

Perspectives plus aléatoires pour le programme économique de Donald Trump

La hausse des marchés actions des derniers mois doit sans doute beaucoup à l'amélioration du climat économique et à l'évolution particulièrement positive

des profits des entreprises au premier trimestre. Mais les anticipations de réformes fiscales et leurs effets sur les profits de sociétés américaines ont aussi soutenu la progression des cours ces derniers mois. En effet, depuis l'élection de novembre 2016, les marchés financiers se sont rapidement laissés rassurer par certains aspects du programme du président Trump particulièrement favorable à la croissance des profits des entreprises américaines. Les effets attendus d'une relance budgétaire promise et des mesures fiscales sur les profits des sociétés américaines ont évidemment largement soutenu l'optimisme des investisseurs au point que les marchés actions ont pu progresser de +15% depuis le 8 novembre en poursuivant sans inquiétude majeure la hausse enclenchée en 2009. Désormais, le doute plane sur la mise en œuvre effective du programme économique et fiscal de Trump ou sur son report, voire sa remise en question, au risque de largement décevoir les investisseurs et de provoquer des prises de profits dans les prochaines semaines. La nomination par le département de la Justice d'un procureur spécial, Robert Mueller – ancien patron du FBI considéré comme l'homme le plus incorruptible des Etats-Unis – pour enquêter sur la question d'une éventuelle intervention du président Trump visant à influencer le directeur du FBI et à l'engager à stopper les investigations sur les interférences possibles de la Russie dans les élections présidentielles américaines, assure qu'une enquête sur ce qui est désormais qualifié de « Russiagate » sera effectivement menée.

Nous estimons donc que les pressions médiatiques et politiques, qui vont certainement s'intensifier au cours des prochaines semaines, seront de nature à repousser les espoirs d'une prochaine mise en œuvre du programme économique et fiscal.

Après avoir beaucoup espéré des réformes fiscales, il est désormais possible que celles-ci n'interviennent pas avant 2018 au plus tôt.

Au-delà même de la question du futur « timing » de la mise en place d'un tel programme, les réductions fiscales, estimées initialement à près de 2 trillions sur dix ans, pourraient être réduites de 50% à seulement 1 trillion de dollars.

Cette éventualité est de nature à modifier la perception des investisseurs probablement plus enclins désormais à réduire leur prise de risque.

Anticipations d'un plan fiscal moins ambitieux

Cependant, il faut peut-être tempérer l'argument ci-dessus dans la mesure où la performance récente de certains actifs qui auraient dû bénéficier du programme économique de Donald Trump ont déjà subi quelques contrecoups ces dernières semaines, suggérant de facto

que les investisseurs ont en fait déjà, en partie tout au moins, intégré une diminution des probabilités de mise en œuvre du programme présidentiel. La contreperformance des secteurs infrastructures, bancaire et des titres à fort taux d'imposition, et la baisse de l'inflation anticipée à cinq ans peuvent ainsi laisser supposer que les investisseurs ont déjà pris en compte la diminution des probabilités de réalisation du scénario de croissance issu du programme de D. Trump.

Les excellents résultats des entreprises au 1^{er} trimestre ne pourront pas s'amplifier

Le premier trimestre 2017 aura certainement été l'un des meilleurs trimestres de l'histoire des résultats des entreprises américaines. La progression de +14% environ des bénéfices des entreprises du S&P500 est exceptionnelle, comme la croissance de +8% environ des revenus. Les ventes ont fortement progressé (+8%) mais c'est aussi grâce au développement de près de 0.5% du niveau des marges (9.5%) que plus des trois quarts des entreprises américaines ont pu battre les estimations de bénéfices des analystes. Les multinationales plus exposées à l'international ont vu leurs profits croître plus rapidement que les sociétés domestiques. Tous les secteurs semblent avoir profité de l'embellie économique à l'exception des télécommunications. Il est important de souligner que la reprise du secteur énergie a été spectaculaire, puisqu'après avoir perdu environ 1.5 milliard de dollars au 1^{er} trimestre 2016, le secteur pouvait engranger près de 8.5 milliards de dollars pendant les premiers mois de l'année 2017. Ce secteur s'est donc imposé comme le plus gros contributeur à la croissance des bénéfices aux Etats-Unis. Le secteur bancaire a également été un contributeur important avec une hausse de +20% des bénéfices reportés. En Europe également, les résultats ont été bons avec plus de 50% des sociétés battant les estimations. Ce qui semble un peu inquiétant à ce stade, c'est qu'avec de tels résultats, les révisions des bénéfices pour le reste de l'année n'ont pas été significatives. Au contraire, on observe même une révision à la baisse des bénéfices attendus pour le 4^{ème} trimestre, alors que les marges semblent toujours attendues en légère progression. Compte tenu des pressions potentielles qui peuvent toucher le marché de l'emploi, il ne nous semble pas raisonnable d'escompter une nouvelle progression des marges. Par ailleurs, si les perspectives de réduction de taxes devaient être encore un peu plus reportées, aucun effet impactant négativement les attentes pour les bénéfices par action en fin d'année ne pourrait être attendu en 2017. Sans une progression des profits, il sera difficile aux marchés actions de poursuivre leur hausse sans accepter une nouvelle augmentation des valorisations par la hausse des P/E, pourtant déjà relativement élevés.

Il est donc possible que le facteur « croissance des profits » ne puisse contribuer positivement à une poursuite de la progression des marchés actions, malgré des conditions macroéconomiques positives.

Les surprises économiques ont été relativement décevantes aux Etats-Unis en avril

Sur le plan économique, les statistiques publiées pour les Etats-Unis sont toujours positives et elles montreront sans doute un renforcement de l'activité au deuxième trimestre, mais entre-temps, elles témoignent d'une certaine déception des investisseurs par rapport à des attentes sans doute trop élevées en début d'année. A contrario, les surprises semblent meilleures en Europe et en Chine, comme le suggèrent les indices de surprises économiques de Citigroup qui pointent toujours vers une amélioration régulière du flux de données macroéconomiques.

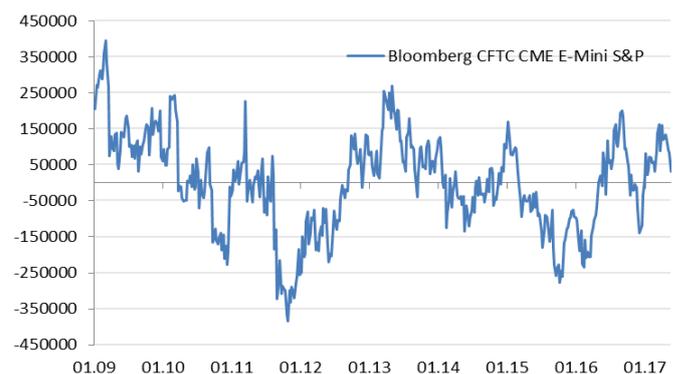
Indicateurs de surprises économiques



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Cela dit, malgré quelques déceptions, l'optimisme des investisseurs est resté relativement élevé au cours des dernières semaines. Pour preuve, les positions spéculatives totales des futures Mini S&P500 ne sont pas très éloignées de leur sommet atteint à la fin mars et les flux de fonds en direction des marchés actions restent encore positifs.

Positions spéculatives S&P500

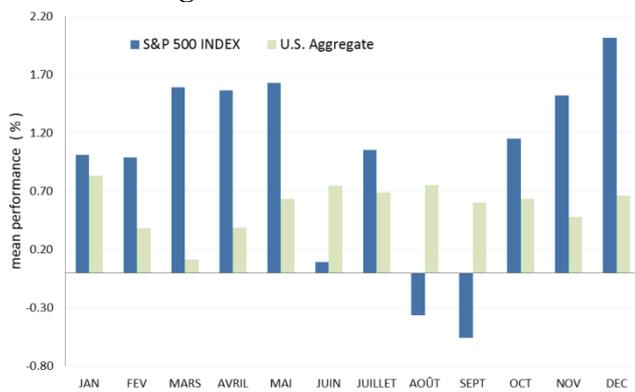


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Vendre des actions avant l'été était une stratégie payante depuis 1985... et en 2017 ?

Depuis 1985, date de la création de l'OPP2, on observe aux Etats-Unis une faiblesse relative des performances du S&P500 par rapport à celles des obligations du Trésor américain pendant la période estivale avec des performances moyennes négatives pour août et septembre et un pic de performance cumulée en mai. Vendre des actions en mai et passer l'été en position « risk off » semble donc avoir été une stratégie efficace depuis plus de 30 ans. L'année 2017 confirmera-t-elle cette observation ?

Distribution des performances mensuelles actions et obligations américaines 1985-2017

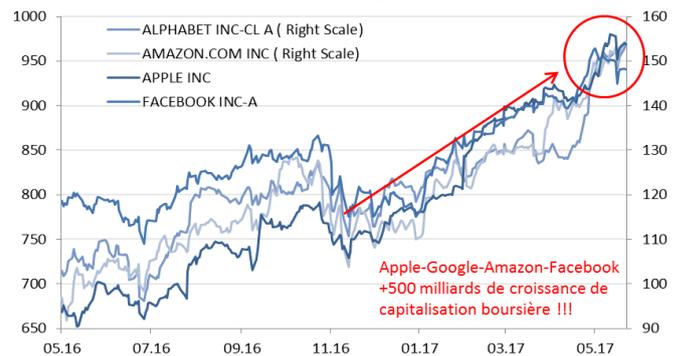


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les risques d'éclatement d'une « Techmania »

Les quatre GAFAs ont gagné près de 500 milliards de capitalisation boursière depuis le début de l'année. Ces quatre valeurs phares de la cote américaine ont contribué à près d'un tiers de la hausse du S&P500 en 2017. Si le P/E d'Apple est encore acceptable à 17x les bénéfices attendus pour 2017, celui de Google s'envole à 29x, à peine moins que le multiple de Facebook (31x), mais la valorisation d'Amazon à 145x les bénéfices défie la gravité. Le Nasdaq n'est pas en reste et jouit aussi d'une valorisation généreuse de 27x les bénéfices attendus pour l'année 2017. Alors, une nouvelle bulle spéculative est-elle en train de se constituer sur les valeurs technologiques et les géants du web ?

GAFAs : 500 milliards de capitalisation boursière



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La forte progression de ces quatre valeurs leaders de la révolution numérique a poussé les multiples de certaines d'entre-elles à des niveaux extrêmes. Une véritable mania s'est sans doute développée autour de ces valeurs phares poussant l'enthousiasme dans les développements futurs à des niveaux rarement atteints. Le futur iPhone 8 à près de 1'000 euros devrait dynamiser les ventes, mais pourrait aussi éloigner une partie des consommateurs. Les risques d'une correction de ce segment sont à considérer.

Sell in May and... buy Gold !

Nous estimons que l'incertitude a fortement progressé ces dernières semaines. Nos indicateurs de risque suggèrent une diminution de l'exposition aux actifs risqués. C'est peut-être à nouveau le moment de diversifier ses placements au moyen d'investissements en or physique.

Evolution de l'or, de l'argent et des mines d'or



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