



ANALYSE HEBDOMADAIRE

Marchés: Actions européennes insensibles à la récession

7 décembre 2012

Focus : Les investisseurs regardent au-delà de la vallée, la BCE attendra 2013

Points clés :

- La BCE ne juge pas utile de baisser ses taux
- Elle révisé pourtant à la baisse ses perspectives de croissance : la récession devrait être de -0.5% en 2012 et -0.3% en 2013
- La croissance s'enfonce dans la récession, le 4^{ème} trimestre pourrait être le point bas du cycle
- La stabilité est revenue sur les marchés financiers grâce aux interventions de la BCE et grâce aux espoirs d'une plus forte intégration européenne
- Les marchés actions européens ont surperformé les autres marchés depuis ces annonces
- L'espoir est l'unique moteur de cette surperformance, attention au « reality check »
- L'Europe sortira de la récession grâce à l'amélioration de la conjoncture internationale

Les actions européennes bénéficieront d'un climat boursier positif au 1^{er} trimestre 2013 et éviteront probablement la confrontation avec des fondamentaux économiques toujours négatifs

Les marchés actions en Europe ne se laissent pas influencer par le flot persistant de mauvaises nouvelles économiques

A quelques semaines de la fin de l'année, les statistiques économiques européennes et la dernière décision de la banque centrale européenne n'affectent plus vraiment le moral des investisseurs.

Globalement en hausse de +17.5% (Indice Euro Stoxx 50), les actions européennes ont finalement plutôt bien tiré leur épingle du jeu dans un contexte qui ne leur était, à priori, pourtant clairement pas favorable. En progressant de la sorte, l'indice des 50 plus grandes capitalisations boursières de la zone euro se retrouve à son niveau le plus élevé du mois de mars (2600 points). Il lui aura ainsi fallu neuf autres mois pour se remettre de son accident de parcours du printemps, qui lui avait fait perdre 500 points en deux mois et demi seulement, soit plus de -20% de sa valeur.

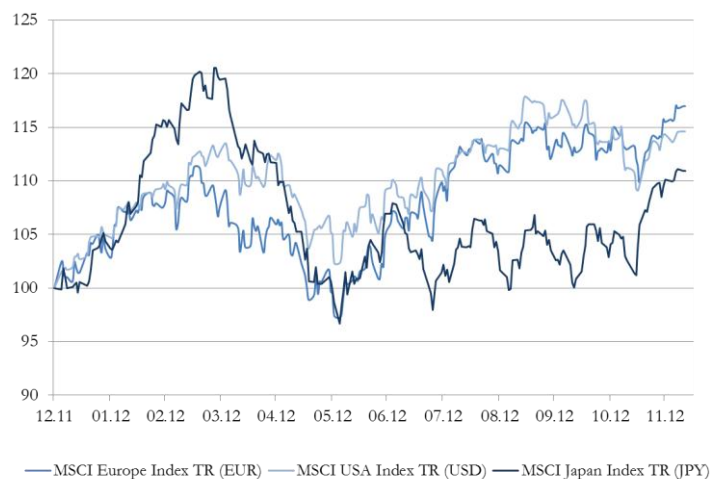
Il est intéressant de constater que malgré le flux de mauvaises nouvelles et un sentiment général toujours très négatif à l'égard de la situation européenne, le parcours boursier de l'année 2012 n'aura finalement pas été aussi dramatique qu'on aurait pu l'imaginer pour les titres européens.

Avec un peu de recul, on observe toutefois que les éléments macro-économiques n'auront pas joué un grand rôle cette année, si l'on en croit la performance boursière enregistrée par les indices actions des trois grandes régions développées. A quelques jours de la fin de l'année, les marchés actions américains, japonais et européens semblent effectivement vouloir terminer l'année sur un résultat similaire.

Les actions européennes réalisent même une progression légèrement supérieure grâce à un rendement du dividende plus important.

Avec une hausse de +16.97%, elles devancent en effet les actions américaines (+14.61%) et le marché japonais (+10.91%).

Performance actions par région au 10.12.2012



Source: Bloomberg, BBGI

La banque centrale européenne préfère sans doute attendre le 1^{er} trimestre 2013 pour agir, mais elle révisé à la baisse les perspectives économiques

La banque centrale européenne a décidé de laisser inchangée sa politique monétaire en décembre. Ce n'était évidemment pas vraiment une surprise, même si la situation conjoncturelle n'a cessé de se dégrader au cours des dernières semaines, justifiant peut-être un peu plus une action des autorités centrales. Mais pour sa dernière réunion de l'année, la BCE a préféré annoncer et détailler ses perspectives nouvelles pour l'année 2013.

La banque centrale a donc laissé ses taux directeurs inchangés, malgré des prévisions pourtant plus pessimistes ; le taux de refinancement est donc resté à 0.75%. Le président Draghi a mentionné que le conseil avait discuté de cette éventualité, sans pour autant atteindre un consensus pour une action concrète en décembre.

La croissance économique a été abaissée à -0.5% pour 2012, -0.3% pour 2013, en-dessous du consensus toujours légèrement positif, et à peine +1.4% pour 2014. La reprise n'est pas attendue avant la seconde partie de l'année.

Selon la BCE, la croissance devrait être soutenue par une politique monétaire toujours accommodante et par des marchés financiers rassurés par une diminution progressive des primes de risque sur les obligations d'Etats européens.

Les prévisions de la banque centrale sont désormais assez négatives par rapport aux perspectives de l'OCDE, de la Commission européenne et du Fonds monétaire international (FMI).

La croissance est encore loin de montrer des signes de reprise

L'économie européenne est en récession au 3^{ème} trimestre et devrait subir un nouvel affaiblissement dans les prochains mois.

La chute de l'activité est autant due à la baisse de la consommation des ménages qu'à la chute des investissements.

La croissance des exportations s'est un peu stabilisée, mais les indicateurs avancés laissent présager une nouvelle faiblesse. Pas d'amélioration non plus du côté des indicateurs PMI et des enquêtes de sentiment. Le pire pourrait même être encore devant nous. Une chute de l'activité d'environ -0.4% du PIB au quatrième

trimestre est en effet possible alors que l'affaiblissement de la conjoncture touche désormais la France et l'Allemagne. Du côté de la consommation, les ventes de détail ont décliné de -1.2% en octobre sous l'impulsion d'une baisse de -2.8% des ventes en Allemagne. La confiance des consommateurs en berne n'est pas de bon augure pour une reprise des ventes en fin d'année.

Les taux de financement des ménages poursuivent leur déclin et le chômage est malheureusement l'une des dernières statistiques à progresser. Le taux de chômage a effectivement bondi en octobre à près de 12% sous l'impulsion de 173'000 nouveaux demandeurs d'emploi. Ce taux élevé masque évidemment des réalités différentes au sein de l'union. Si l'Allemagne et l'Autriche s'en sortent bien avec environ 5% de chômeurs, la France et l'Italie dépassent la barre des 10%, alors que l'Espagne et la Grèce dépassent le niveau de 25%.

La tendance n'est pas prête de s'inverser et de nouveaux licenciements devraient intervenir avant que les politiques ne soient modifiées.

Sans changement de stratégie budgétaire, il sera bien difficile d'envisager une reprise sur fond d'austérité et de déprime du sentiment des ménages, trop inquiets pour envisager d'augmenter leur consommation.

La marche des affaires en Europe reste ainsi marquée par l'incertitude et l'absence de croissance. La production industrielle a encore chuté de -2.5% en septembre, elle revient ainsi au niveau du mois d'août 2010. La confiance des industriels reste donc anémique, aussi bien dans les pays périphériques que dans les pays du nord et du centre de l'Europe. Même le secteur des services reste décevant, malgré une reprise légère du PMI en novembre.

La chute en octobre de la production industrielle en France (-0.7%) suggère que le PIB français devrait encore glisser au 4^{ème} trimestre. En Italie, le schéma est le même, la chute s'établit à -6.2% en rythme annuel et renforce l'idée d'une nouvelle contraction du PIB en fin d'année.

Globalement, la production industrielle européenne poursuit sa descente. Sur le plan interne, l'Europe semble s'enfoncer inexorablement vers les abysses.

Les exportations européennes sont peut-être la bonne surprise du tableau. Avec une croissance toujours proche de +10% par an, elle apporte une rare touche d'espoir à l'image négative globale.

Mais les exportations allemandes et françaises commencent à marquer le pas, tandis que les exportations des pays périphériques ne peuvent pas profiter des ajustements compétitifs encore trop modestes.

La sortie de la crise ne se fera donc certainement pas sous l'impulsion de facteurs endogènes, mais plutôt grâce à des facteurs exogènes en nette amélioration.

En cette fin d'année, l'Europe reste donc empêtrée dans ses problèmes structurels, politiques et reste entravée par des réglementations et des modes de fonctionnement inadaptés.

Elle ne sortira donc pas de cette crise sans une aide extérieure indispensable, qui lui semble miraculeusement promise en 2013, d'une part par la reprise conjoncturelle américaine, comme toujours, et d'autre part par un renforcement conjoint du cycle économique asiatique.

Dernier sommet de l'année consacré en partie à l'union bancaire. Quelle forme prendra-t-elle finalement ?

Le dernier sommet de l'Union européenne de l'année se tiendra dans quelques jours. La Grèce ne fait plus autant l'objet de préoccupations qu'auparavant, et les sujets clés seront liés à la détermination d'une feuille de route pour un renforcement de l'union monétaire et économique présentée par le président de l'Union européenne il y a quelques jours. **L'union bancaire sera un point important de discussion.** Les marchés financiers avaient salué l'annonce, lors du sommet de juin, de la création d'un système de contrôle du secteur bancaire européen. Ce mécanisme de supervision devait être dirigé par la banque centrale européenne. Toutes les banques européennes devaient ainsi se soumettre à son autorité, ce qui était initialement une condition essentielle pour réduire les liens trop forts entre banques et gouvernements locaux. Les pays périphériques devaient rapidement être les premiers à gagner en crédibilité et en sécurité, mais aujourd'hui c'est encore la position de l'Allemagne qui pose un problème potentiel et qui pourrait freiner la mise en œuvre de ce système. L'Allemagne rechigne à mettre l'ensemble de ses banques sous l'autorité de la BCE. Il faut relever que 25% des banques européennes sont allemandes et qu'elles ont sans doute aussi largement bénéficié de l'afflux de l'épargne des autres pays. Depuis le mois de juin, l'annonce d'une autorité de surveillance supranationale par la BCE a freiné la fuite de capitaux.

L'Union européenne doit rester ferme sur cet objectif et ne pas laisser d'interprétation négative sur ses véritables intentions et sur le rythme de mise en œuvre du système. L'union bancaire devrait être opérationnelle en 2013.

Les marchés européens ont été poussés par des anticipations optimistes, mais les éléments concrets se font attendre

La hausse des marchés européens s'est essentiellement produite au cours des six derniers mois. En progressant de +11.5% depuis la fin juin contre seulement +5.1% pour les actions américaines et +3.75% pour les actions japonaises, les titres européens ont fait figure de leaders sur les marchés boursiers au cours de la seconde partie de l'année.

Marché actions (30.06.2012-11.12.2012)



Source: Bloomberg, BBGI

Les investisseurs se sont donc plus laissés convaincre ces derniers mois par les espoirs de résolution de crise en Europe, que par l'amélioration effective de la conjoncture aux États-Unis notamment.

En cette fin d'année 2012, ils ne semblent par ailleurs pas très enclins à changer d'attitude et ne réagissent plus vraiment aux statistiques économiques toujours plus négatives publiées presque chaque jour.

La situation économique présente en Europe est donc reléguée au second plan pour l'instant, les investisseurs veulent se concentrer sur les perspectives d'amélioration pour 2013.

Le temps du « reality check » n'est donc pas encore venu et la lune de miel peut se poursuivre sans surprise. Il n'en reste pas moins que si le calme est effectivement revenu sur les marchés européens des actions et des taux d'intérêt, les investisseurs finiront bien par vérifier si leurs attentes ont été satisfaites.

Pour l'heure, il nous semble que ce moment n'est pas venu.

Les réactions récentes des marchés de taux à l'annonce de la prochaine démission du président italien Mario Monti

ne devraient être que de courte durée. Les projecteurs se sont simplement tournés à nouveau sur l'Italie, après quelques mois de stabilité politique et de calme relatif sur les marchés. L'environnement est tout de même plus stable qu'il y a six mois et la déception relative des investisseurs liée à l'approbation par la Commission européenne de la proposition espagnole de restructuration de ses banques devrait aussi être limitée dans le temps. L'Espagne n'a effectivement pas activé une demande de soutien au MES (ECCL) qui aurait permis une action de la BCE visant à racheter des obligations espagnoles sur le second marché. La mise en œuvre de cette stratégie aurait certainement permis une poursuite de la baisse des écarts de rendement vers le niveau de 2% entre la dette espagnole et la dette allemande. Le gouvernement espagnol cherche pour l'instant à convaincre les marchés de l'absence de nécessité d'une telle intervention pour des raisons politiques.

Valorisation relative

En termes de valorisation, les marchés européens (10.5x) se traitent désormais à des niveaux légèrement inférieurs à ceux des actions américaines (12x), japonaises (14x) ou suisses (13x). Les ratios Cours/Bénéfices pour l'année 2013 sont effectivement un peu en-dessous et offrent donc une certaine protection.

Le rendement du dividende pour 2013 se situe aussi sensiblement plus haut pour les actions européennes (4.47%) que pour les titres américains (2.43%), japonais (2.16%), chinois (3.54%) ou suisses (3.67%).

Le marché européen peut donc encore aujourd'hui bénéficier d'une prime de risque positive justifiant le maintien d'une exposition constructive. Cela dit, cette prime de risque reste encore limitée et pourrait ne pas être suffisante à l'heure du bilan. Les comptes des investisseurs ne s'arrêteront sans doute pas au 31 décembre 2012, et la hausse des marchés européens pourrait se poursuivre au 1^{er} trimestre 2013 sans retour de flamme majeur.

Conclusion

La hausse des actions européennes a été entièrement motivée par une diminution des risques politiques et par les espoirs d'une résolution de la crise de financement des Etats périphériques.

La stabilité retrouvée depuis quelques mois a effectivement permis une diminution des coûts de financement significatifs des Etats surendettés.

Les mécanismes de stabilisation semblent pouvoir apporter des solutions concrètes et améliorent la perception des risques des investisseurs.

Mais les fondamentaux économiques restent négatifs et montrent même des signes d'aggravation dans certains cas.

Le salut ne viendra certainement pas d'une reprise conjoncturelle interne en période d'austérité budgétaire. La croissance économique européenne ne pourra donc pas surprendre les analystes favorablement sans un coup de pouce externe.

Nous pensons que le renforcement du cycle conjoncturel américain, visible dès le 1^{er} trimestre 2013, lorsque la question de la falaise fiscale sera résolue, sera accompagné d'une reprise nette de l'activité dans les pays émergents et en Chine.

L'Europe pourra certainement en seconde partie de l'année bénéficier d'un effet d'entraînement sur son secteur exportateur. L'Allemagne profitera en premier de ce soutien exogène.

Dans un environnement international positif, les actions européennes pourraient encore être influencées par le climat optimiste et reléguer au second plan les statistiques économiques décevantes.

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