

FLASH MARCHÉS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

8 avril 2010 – N° 150

La valorisation des actions européennes prend-elle en compte le risque budgétaire dans la zone euro ?

Le marché des actions européennes valorise une reprise progressive, sans accident et avec un redressement de la profitabilité des entreprises. Mais il ne semble pas valoriser le risque budgétaire qui peut prendre deux formes opposées :

- *les pays de la zone euro ne peuvent pas réduire les déficits publics aussi vite qu'ils l'ont annoncé aux marchés financiers, et il y a remontée des taux d'intérêt à long terme ;*
- *les pays de la zone euro réduisent très rapidement les déficits publics, et ceci conduit à une rechute de l'économie encore trop fragile.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

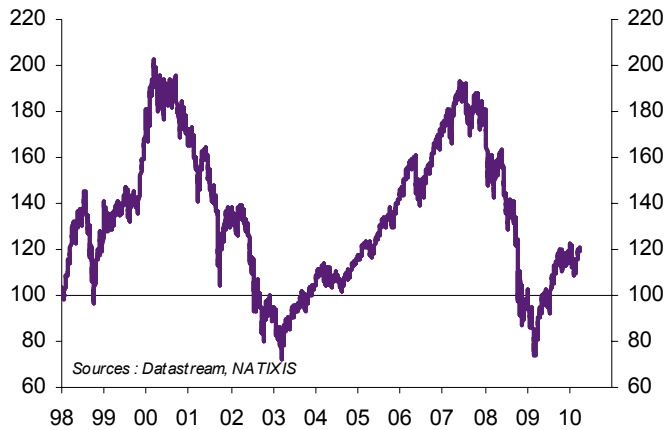
Rédacteur :

Patrick ARTUS

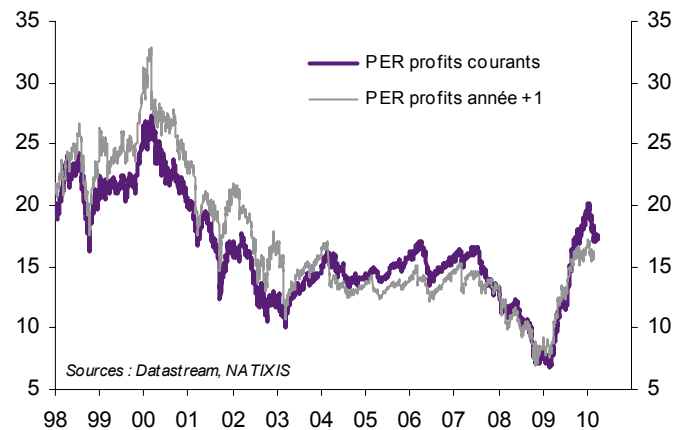
Valorisation des actions européennes

La valorisation du marché actions européennes (**graphiques 1a-1b**) est redevenue élevée à la fin de 2009 et au début de 2010 (PER supérieurs à leur valeur de la période 2002-2008).

Graphique 1a
Zone euro : indice Eurostoxx (100 en 1998 : 1)



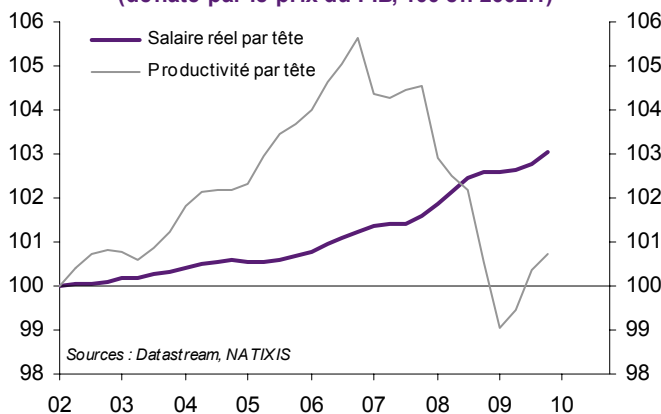
Graphique 1b
Zone euro : PER



Ce niveau de valorisation paraît adapté à une perspective économique :

- de reprise progressive de la croissance (**tableau 1**), sans accident ;
- de reprise assez rapide des résultats des entreprises (**tableaux 2a-2b**) basée, dans un environnement de croissance modeste, sur la déformation du partage des revenus au détriment des salariés (**graphique 2**) comme de 2002 à 2007. Cette déformation se produira lorsque l'ajustement de l'emploi (**graphique 3**) aura ramené à la normale la productivité du travail.

Graphique 2
Zone euro : productivité et salaire réel par tête
(déflaté par le prix du PIB, 100 en 2002:1)



Graphique 3
Zone euro : emploi et PIB (100 en 2002:1)

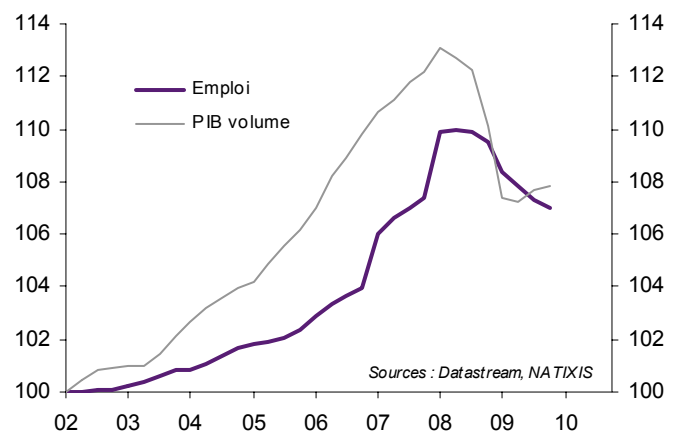


Tableau 1
Zone euro : prévisions de la croissance du PIB (en volume, en %)

	2008	2009	2010	2011	2012
NATIXIS	0,6	-4,0	0,9	1,0	1,6
Consensus (mars 2010)	0,6	-4,1	1,1	1,5	-
OCDE (novembre 2009)	0,6	-4,0	0,9	1,7	-
FMI (janvier 2010)	0,7	-4,2	0,3	1,3	1,7
Commission européenne	0,6	-4,0	0,7	1,5	-

Sources : FMI, Natixis, OCDE, Consensus Forecast, Fed, BCE, BOE

Tableau 2a
Eurostoxx : croissance prévue des BNA total
(en % par an)

	Croissance annuelle moyenne
2007	6,6
2008	-26,8
2009	-17,7
2010	22,0
2011	17,3
2012	8,9

Source : Natixis

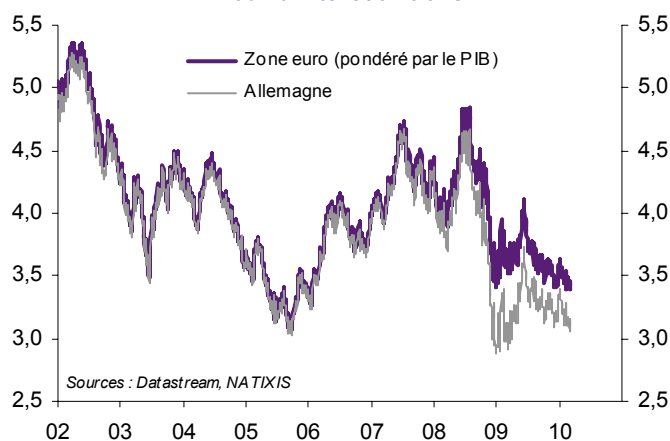
Tableau 2b
Eurostoxx : croissance prévue des BNA hors financières
(en % par an)

	Croissance annuelle moyenne
2007	11,1
2008	0,7
2009	-5,4
2010	10,3
2011	9,5
2012	-

Source : Natixis

- de maintien de taux d'intérêt à long terme bas (graphique 4).

Graphique 4
Taux d'intérêt à 10 ans



Nous réalisons une estimation économétrique pour expliquer le PER de la zone euro. On confirme bien, de 1996 à 2010, les effets :

- de la croissance en volume (une hausse de 1 point par an du taux de croissance accroît le PER de 1,20) ;
- de la croissance des Bénéfices Nets par Action de l'année $t + 1$ (élasticité de 0,22) ;
- des taux d'intérêt à long terme nominaux (élasticité de -0,65).

Cette valorisation des actions européennes, liée aux perspectives économiques vues plus haut, ne tient donc pas compte du risque budgétaire.

Le risque budgétaire dans la zone euro

Les pays de la zone euro se sont engagés à réduire très rapidement leurs déficits publics (tableau 3).

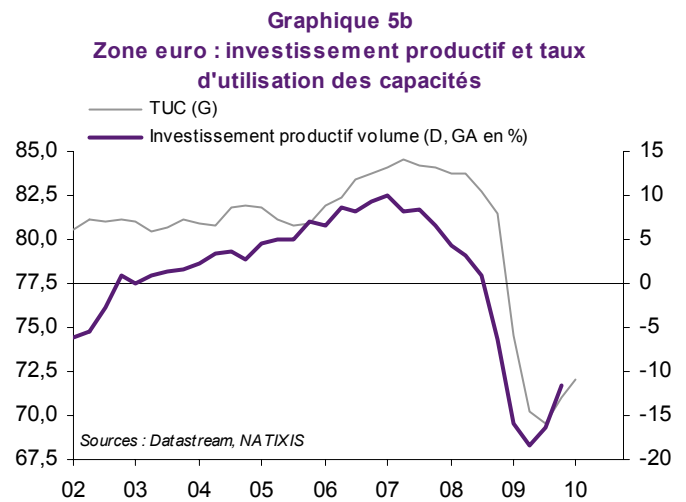
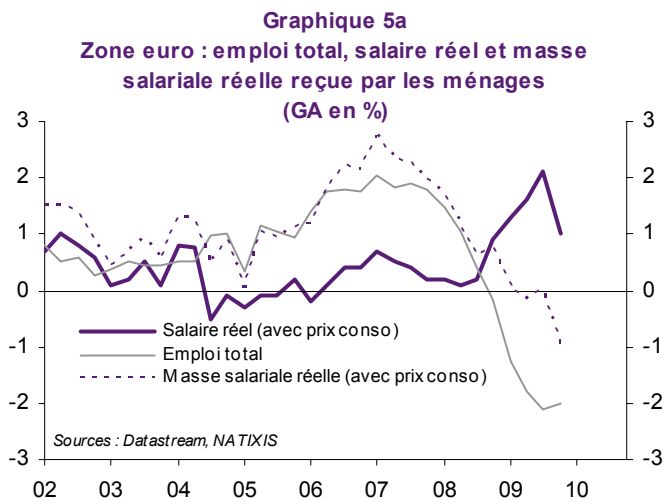
Tableau 3
Prévisions des gouvernements de l'évolution des déficits publics

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Allemagne	0	-3,2	-5,5	-4,5	-3,5	-3,0	-	-	-0,35
France	-3,4	-7,9	-8,2	-6	-4,6	-3	-	-	-
Italie	-2,7	-5,3	-5	-3,9	-2,7	-2,2	-	-	-
Espagne	-4,1	-11,4	-9,8	-7,5	-5,3	-3	-	-	-
Pays Bas	0,7	-4,9	-6,1	-5	-4,5	-	-	-	-
Grèce	-7,7	-12,7	-8,7	-5,3	-2,8	-2	-	-	-
Portugal	-2,7	-9,3	-8,3	-6,6	-4,6	-2,8	-	-	-
Irlande	-7,2	-11,7	-11,6	-10	-7,2	-4,9	-2,9	-	-
Autriche	-0,4	-3,5	-4,7	-4	-3,3	-2,7	-	-	-
Belgique	-1,2	-5,9	-4,8	-4,1	-3	-	-	-	-
Finlande	4,4	-2,2	-3,6	-3	-2,3	-1,9	-	-	-

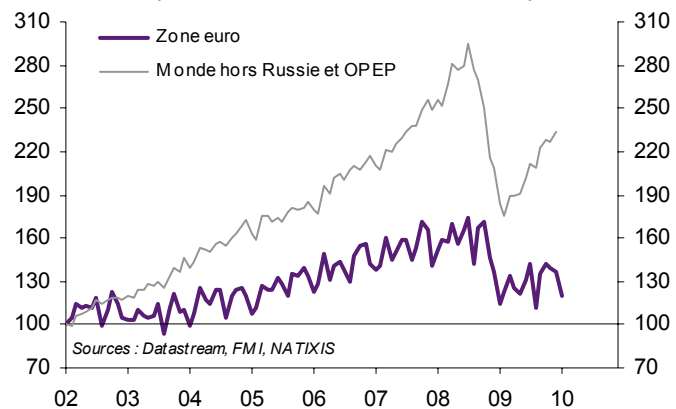
Sources : Eurostat, Natixis

Ceci conduit à deux risques budgétaires opposés :

- (1) Celui que cet engagement des gouvernements ne soit pas tenu parce que les économies de la zone euro sont encore trop faibles : faiblesse des revenus salariaux (graphique 5a), de l'investissement des entreprises et de l'utilisation des capacités (graphique 5b), des exportations et du commerce mondial (graphique 5c). La perte de crédibilité budgétaire qui suivrait l'observation que les déficits publics ne sont pas réduits conduirait à une hausse des taux d'intérêt donc à une baisse de la valorisation des actions.



Graphique 5c
Exportations en valeur
(en monnaie locale, 100 en 2002 : 1)



- (2) Celui au contraire que l'engagement de réduction rapide des déficits publics soit tenu, et que les économies trop faibles retombent en récession, d'où le recul aussi de la valorisation des actions lié au recul de l'activité.

**Synthèse : attention au
risque budgétaire**

Que les gouvernements de la zone euro réduisent très rapidement les déficits publics (d'où perte de croissance) ou qu'ils ne le fassent pas (d'où hausse des taux d'intérêt à long terme), la valorisation des actions est à risque, puisqu'elle n'intègre aujourd'hui aucune de ces deux menaces.