

Fin de la hausse indicielle pour les Bourses européennes : une nouvelle règle de gestion

La publication des résultats des compagnies européennes était attendue comme le tournant de la tendance boursière. On y est : la performance hors norme des actions européennes au premier trimestre a amené les indices dans des niveaux records si on tient compte des dividendes versés (comme c'est le cas pour le Dax allemand, contrairement au CAC 40). Précisément, l'indice directeur de la place de Paris est venu buter sur le seuil technique de long terme des 5.300 points. Le dossier grec compte évidemment dans cette consolidation qui, pour le moment n'est qu'une stabilisation. Cependant, il semble bien qu'on soit arrivé à la fin d'une phase.

L'envolée des actions européennes a largement anticipé sur le QE

La hausse des actions européennes a tout d'un mouvement fondamental. La croissance se développe dans la zone euro sur un rythme qui est révisé à la hausse pratiquement à chaque publication d'indicateurs économiques. Le retard de valorisation par rapport aux actions américaines ne se justifiait que sur des scénarios de croissance faible ou même nulle. Selon certains ratios, on serait toujours en retard sur les places du vieux continent, entre 20 et 40 %.

Mais la vigueur du rallye ne peut s'expliquer que par des flux entrants qui amplifient les décalages.

Le sujet de fonds, ce sont les injections monétaires des banques centrales, les fameux « ajustements quantitatifs » (ou QE) qui ne sont finalement que de la création monétaire, une adaptation moderne de la planche à billets. L'argent créé par les

instituts d'émission vise principalement – au moins dans les discours – à se retrouver dans l'économie, à concourir au financement des entreprises. On sait qu'il a comme première affectation les marchés financiers, celui de l'argent (les taux) et celui des actions.

Le QE européen, commencé le 9 mars, ne produit pas encore de flux réels ou, en tout cas, il n'en a pas alimenté qui ait pu pousser les indices boursiers à la hausse en janvier, février et début mars. Les investisseurs ont en quelque sorte anticipé, mais on ne peut pas parler de hausse mécanique et organisée par la BCE.

Le discours, la perspective de l'annonce du QE, puis son annonce elle-même le 22 janvier ont suffi pour enclencher cette première phase de rattrapage.

La hausse depuis le début de l'année a été faite par les ETF

Nul besoin de longs débats sur les conséquences des effets d'annonce des banquiers centraux et de la supériorité quelquefois observée des éléments de langage sur la réalité de la gestion monétaire. Simplement, les programmes non conventionnels ne produisent pas forcément de la croissance économique (le cas du Japon est regardé de près) ou ne sont pas toujours le plus important pour l'activité (question de l'apport des gaz et pétroles de schiste aux Etats-Unis). Mais ils affaiblissent systématiquement la monnaie, produisent dès leur annonce des arbitrages de change.

C'est en tout cas ce qui s'est passé avec l'euro à partir de septembre (le dollar cotait alors 1,32 €, son change moyen 2014 pour les sociétés du CAC 40) et, surtout, à

partir de la mi-décembre (parité de 1,25). On est passé un moment au-dessous de 1,05€.

Les actions ont directement été poussées à la hausse par l'arbitrage de monnaies, les gestionnaires de capitaux devant faire avec des taux d'intérêt obligataires très faibles, voire négatifs.

On mesure le report d'investissement lié au changement de donne monétaire au plus direct des arbitrages, celui réalisé sur les indices boursiers eux-mêmes. Sans attendre d'analyser les impacts économiques de la révolution monétaire de la BCE et, encore moins, de la réalité des conséquences sur la croissance de tel ou tel secteur (sans parler d'entreprises), les capitaux internationaux ont joué la devise au travers des actions, sans discrimination. Ils se sont massivement tournés vers les placements indiciels.

Les fameux European trade funds (ETF), ces fonds qui répliquent la performance d'un indice ont fait la hausse du premier trimestre. L'encours des ETF d'actions européennes a progressé de plus d'un quart au premier trimestre : finalement près de 20 milliards de souscriptions nettes à la date d'aujourd'hui. Plus de 40 % des investissements en actions européennes depuis le début de l'année l'ont été par ce biais non discriminant.

La capitalisation en Europe a progressé de 650 milliards d'euros. Le total du programme du QE d'ici septembre 2016 est de 1.140 milliards

Les proportions ne sont pas neutres. La capitalisation des actions de la zone euro est d'un peu plus de 4.300 milliards d'euros. Et le programme complet prévu pour l'assouplissement quantitatif jusqu'en septembre 2016 se monte à 1.140 milliards d'euros. On mettra en regard les 650 milliards de gain de capitalisation boursière depuis le début de l'année, en partie par arrivée de capitaux (50 milliards pour prendre un chiffre moyen des estimations), le solde du fait de la hausse des cours. La

valeur des actions cotées a donc marqué une progression de plus de 50 % du programme total de la BCE.

On comprend pourquoi on entre dans une nouvelle phase. La phase d'une prise en compte de la réalité économique – de ses projections en tout cas – plus que celle des arbitrages monétaires. De la réalité de la croissance et son ampleur dépendra l'évolution boursière. Un certain optimisme est permis et on peut imaginer que les pleins effets économiques de la gestion monétaire qui seront ressentis au premier semestre 2017 vont être anticipés et justifier encore des valorisations.

Mais la hausse indicielle, la phase des ETF est sans doute sur sa fin. Le retour pour les portefeuilles aux fondamentaux des entreprises s'ouvre. Attention aux grandes valeurs d'indices.