

6 Flux financiers et marchés d'actions européens

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Depuis le début de l'année, les actions de la zone euro se sont très bien comportées, surperformant notamment celles des autres régions ainsi que les autres classes d'actifs. Leurs résultats passés demeurant pourtant médiocres et leur valorisation s'étant tendue, comment expliquer une telle situation ? **Alors que dans le Cross Asset du mois précédent, nous indiquions être à la veille d'un rebond important des résultats¹, cette fois-ci nous nous penchons du côté des flux financiers, pour distinguer leur rôle dans l'appréciation des marchés.**

Avant d'approfondir ces notions de flux, revenons brièvement sur le débat précédant concernant les résultats. La conviction que les profits de la zone euro devraient puissamment rebondir dès 2015 semble désormais de plus en plus partagée. Ainsi, selon le Consensus Ibes, le ratio de *net-up* des analystes *Sell-Side* – ratio qui mesure le solde net de révisions haussières des bénéfices futurs – est non seulement revenu en territoire positif pour la première fois depuis 37 mois et au plus haut depuis 60 mois, mais également passé en tête devant l'ensemble des autres régions.

Concernant les flux, on évoquera tout d'abord les évolutions en Europe entre grandes classes d'actifs (actions et obligations) depuis début 2013, puis on se concentrera sur les seules actions, selon un prisme régional de plus en plus détaillé.

À propos donc des grandes classes d'actifs, le graphique n° 1 montre qu'en cumul sur l'ensemble de la période, **actions et obligations ont chacune bénéficié de flux positifs**, pour un total respectif de 116 Mds de \$ pour les premières et 85 Mds pour les secondes, soit **un solde net de plus de 30 Mds en faveur des actions**. Mais au-delà du solde global qui confère un avantage aux actions, il convient surtout de se pencher sur les différentes séquences dans le temps.

On distingue ainsi très bien que **le grand signal de départ pour la collecte sur actions européennes a été donné par la Fed (!)**, lorsque Ben Bernanke, en mai 2013 a commencé à évoquer un prochain ralentissement des rachats d'actifs (*pré-Tapering*). En suggérant que la croissance américaine devenait suffisamment solide pour envisager un resserrement progressif, l'ancien président de la Fed a non seulement donné un coup de pouce aux actions américaines, en laissant entendre que les risques de taux devenaient asymétriques, mais également un coup de fouet aux actions de la zone euro, compte tenu de la différence d'agenda entre les deux banques centrales² et de la sous-valorisation alors massive des marchés en zone euro. Le même graphique sur les actifs américains, que nous tenons disponible pour nos lecteurs, aurait montré quant à lui que l'impulsion initiale pour les actions américaines s'était doublée d'une décollecte parallèle sur les obligations alors qu'un tel phénomène ne s'est pas produit en Europe; les obligations y demeurant raisonnablement attractives compte tenu des taux qui n'ont cessé de baisser.

Le graphique n° 1 montre également que l'engouement pour les actions européennes a perduré jusqu'à l'été 2014, avant de se retourner brutalement, puis de repartir finalement de l'avant à partir de mi-janvier 2015.

Ce tempo caractéristique correspond tout d'abord à **l'accumulation des inquiétudes** entre le ralentissement inopiné du **cœur de la zone euro**, l'aggravation des **tensions géopolitiques** et les interrogations liées à l'**après**

L'essentiel

En Europe, le véritable point de départ de la collecte en actions a été donné non pas par Draghi en juillet 2012, mais par Bernanke en mai 2013, quand celui-ci a commencé à évoquer un prochain ralentissement des rachats d'actifs (*pré-tapering*).

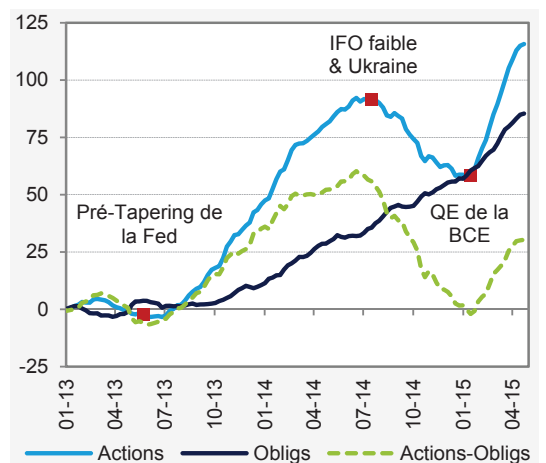
Cet engouement pour les actions européennes s'est prolongé jusqu'à l'été 2014, avant de se retourner brutalement, sous l'accumulation des inquiétudes tant sur le front économique, géopolitique que monétaire. Après un second semestre 2014 délicat, à la mi-janvier 2015, cette fois-ci c'est bien la BCE qui a libéré les marchés d'actions européens en annonçant un programme de rachats d'actifs massifs.



En mai 2013, la Fed a donné le signal de départ de la collecte sur actions



1 Flux Europe par type d'actif en cumul du 01-01-2013 au 22-04-2015 (Mds \$)



Source : EPFR, Recherche Amundi

¹ Article 8 du Cross Asset d'avril 2015: Résultats des entreprises cotées et taux de change: les parités monétaires pèseront de façon décisive en 2015.

² Le Président Mario Draghi de la BCE ayant décrété de son côté en juillet 2012 que tout serait entrepris pour sauver l'euro.

tapering de l'automne 2014. Ainsi le décrochage de l'indice IFO et de la production industrielle en Allemagne a soulevé à son tour de nombreuses interrogations depuis l'impact retardé du ralentissement du T1 2014 aux États-Unis en passant par les ratés de l'économie chinoise. Par ailleurs, le fait que les interrogations portaient directement sur l'Allemagne, et non plus sur la seule périphérie, a donné encore plus d'échos aux événements en Ukraine (annexion de la Crimée, soulèvement du Donbass, destruction de l'avion de la Malaysia Airlines à proximité de la Russie...); Kiev étant à peine à une heure de vol de Berlin.

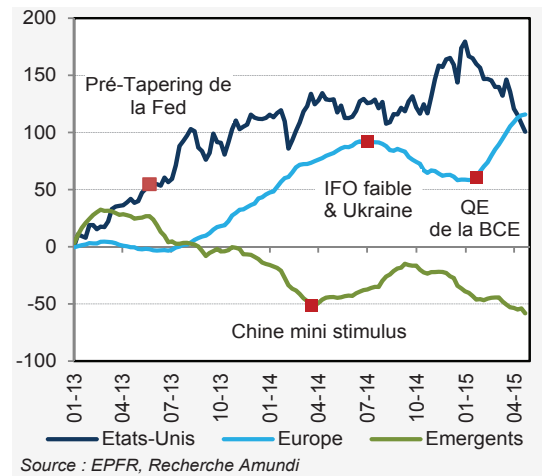
Après un second semestre 2014 délicat où le débat sur l'échec de la reprise et le retour en déflation menaçait, **la BCE a finalement libéré les marchés en recourant à la mi-janvier 2015 à un programme de rachats d'actifs à la fois massif et potentiellement sans limite dans le temps.** Réagissant instantanément, de la mi-janvier au 22 avril 2015, les investisseurs ont consacré 57 Mds de \$ de flux supplémentaires aux actions européennes, soit plus du double que pour les obligations (25 Mds), alors que ces dernières avaient largement distancé les actions au second semestre 2014.

Concernant les aspects géographiques, le graphique 2 montre que les actions européennes ont évolué depuis l'été dernier à contre-tendance des actions américaines. Ainsi, au second semestre 2014, quand ces dernières continuaient sur leur lancée positive, engrangeant une cinquantaine de milliards et +4 % de hausse supplémentaire pour le MSCI États-Unis, la collecte européenne s'est tassée de plus de 30 Mds de \$ et le MSCI Europe a baissé de 2 %. En revanche, à partir de la mi-janvier, les actions européennes ont redécollé avec +57 milliards de collecte contre -64 milliards pour les américaines et +15 % de hausse contre +5 %.

Ce regain d'attractivité des actions européennes mis en évidence, il convient de se demander **qui en a le plus bénéficié.** Le graphique 3 montre clairement que **si le Japon et l'Europe ont fait jeu égal en matière de collecte**, quand les États-Unis et les Émergents subissaient des sorties, **pour autant, la situation en Europe n'est pas homogène.** Par exemple, au sein de l'Europe, on peut distinguer les pays en fonction de la politique de leur banque centrale et du taux de change. Ainsi, **la zone euro et la Suède, où les banques centrales ont été plus accommodantes, ont engrangé plus de flux que la Grande-Bretagne et la Suisse**, où la monnaie s'est appréciée. Enfin au sein de la zone euro, **la notion de cœur-périphérie semble s'effacer**; l'Allemagne, la France, l'Espagne et l'Italie affichant toutes des flux entrants élevés, avec d'ailleurs un léger avantage à l'Espagne.

Après un tel rebond des volumes sur les actions européennes, **celui-ci peut-il aller plus loin ou doit-on considérer que le mouvement touche à sa fin?** Si à court terme, entre les menaces de Brexit, de Grexit, la déception temporaire sur la croissance américaine et, partant, le rebond de l'euro, il convient certainement de faire preuve de plus de prudence, à l'horizon douze mois, la collecte sur actions européennes devrait demeurer soutenue. Au plan technique, après des années de reflux, l'ampleur des volumes qui se sont portés sur les actions demeure finalement limitée. Sur le front monétaire, si important pour l'orientation des flux, même si la Fed, confrontée à une croissance américaine décevante au premier trimestre, ne doit pas se hâter pour durcir sa politique, la BCE présente une visibilité encore plus forte avec un calendrier de rachats portant à minima jusqu'en septembre 2016. Avec des taux voués à demeurer bas longtemps et un euro qui restera compétitif, les actions européennes qui présentent un dividende de l'ordre de 3 % ainsi que de bonnes perspectives de résultats, devraient continuer de séduire.

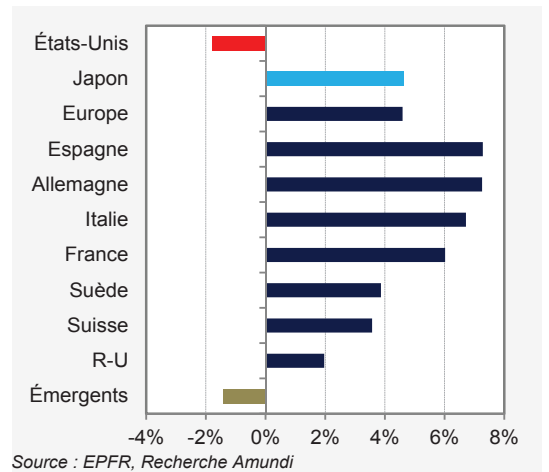
2 Flux actions par région en cumul du 01-01-2013 au 22-04-2015 (Mds \$)



Après six mois indécis, la BCE a à son tour libéré les marchés d'actions à la mi-janvier 2015



3 Flux actions par pays 2015 du 01-01 au 22-04-2015 en % de la NAV





Amundi Research Center

Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:
research-center.amundi.com

Monetary Policies
Forecasts
Investment Strategies
Quant
Emerging Markets
Sovereign Bonds
Private Equity
Real Estate
High Yield

Publications récentes

Working Papers

- **Option Pricing under Skewness and Kurtosis using a Cornish Fisher Expansion**
SOFIANE ABOURA — *Associate Professor – Paris-Dauphine University & DIDIER MAILLARD, Professor – Cnam, Amundi Senior Advisor*
- **Modelling Tail Risk in a Continuous Space**
DIDIER MAILLARD, *Professor – Cnam, Amundi Senior Advisor*
- **Portfolio Capital Flows: A Simple Coincident Indicator for Emerging Markets**
JULIEN MOUSSAVI — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Discussion Papers Series

- **Les cycles longs et les marchés d'actifs**
ÉRIC MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Actifs alternatifs dans une allocation: pourquoi, comment, combien ?**
SYLVIE DE LAGUICHE — *Recherche Quantitative – Paris*, ÉRIC TAZE BERNARD — *Responsable du Conseil en Allocations d'Actifs – Paris*
- **Le cycle court de l'investissement: feuille de route**
ÉRIC MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Gérer l'incertitude avec le concept DAMS (Diversification Across Macroeconomic Scenarios): de la segmentation des actifs à la gestion de portefeuille**
SIMONE FACCHINATO — *Gestion d'actifs – Milan*, GIANNI POLA — *Recherche Quantitative – Paris*
- **L'immobilier physique dans l'allocation d'actifs à long terme: le cas de la France**
CÉCILE BLANCHARD — *Recherche Immobilier*, SYLVIE DE LAGUICHE, ALESSANDRO RUSSO — *Recherche Quantitative – Paris*

Spécial Focus

- **ECB: An impressive QE**
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*, TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Asset allocation in a context of falling oil prices: the case of institutions in commodity-exporting countries**
GIANNI POLA — *Recherche Quantitative – Milan*, ERIC TAZÉ BERNARD, *Responsable du Conseil en Allocation d'Actifs – Paris*
- **Pre ECB Committee commentary ECB's QE. Which QE ?**
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*, SHIZUKO OHMI – *Tokyo*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

Support

– PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris
– BENOIT PONCET
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué
Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 596262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: Thinkstock by Getty Images