

# Le marché actions européen va rester pénalisé par le thème des dettes souveraines

La crise de l'endettement excessif des États européens aura pour principale conséquence une baisse des résultats des entreprises.



Vernes & Associés

ALEXIS VERNES ET STÉPHANE DUTU

**L**e doute grandit depuis quelques mois sur la capacité d'un nombre croissant d'États européens à rembourser leurs dettes. L'endettement excessif de ces États est à l'origine de cette crise. Son aggravation brutale, consécutive à la récession de 2008/2009, a déclenché une prise de conscience du risque souverain européen chez les investisseurs.

Quelles vont être les conséquences majeures de cette crise sur les marchés actions? En premier lieu, les résultats des entreprises vont être révisés à la baisse. En effet, les marchés obligataires font clairement comprendre aux États en difficulté que la dérive de leurs finances publiques est allée trop loin et qu'elle doit être inversée s'ils veulent continuer à se financer à des conditions acceptables.

Ces mêmes États devront donc baisser leurs dépenses publiques et augmenter les impôts pour stabiliser leurs finances. Moins de dépense publique signifie moins de profits pour les entreprises dont l'État est un client important. Plus d'impôts signifie moins de pouvoir d'achat pour les ménages et plus de taxes pour les sociétés, ce qui entraîne des bénéfices moins élevés. L'impact est clairement négatif pour les actions, dont la valorisation dépend directement des résultats anticipés. Cet impact est cependant atténué par la baisse de l'Euro, qui favorise les exportations hors zone Euro.

**Risque.** Autre conséquence de la crise: les taux d'intérêt «sans risque» vont augmenter. Car, dès lors que la capacité des pays à rembourser leur dette est remise en cause, les taux soi-disant «sans risque» des obligations souveraines, à la base de la valorisation des actifs financiers, doivent être revus à la hausse, car ce «sans risque» implique désormais un risque réel, qui requiert une rémunération supplémentaire. Le dernier plan de sauvetage destiné à la Grèce et à la Péninsule Ibérique a, certes, permis une baisse

artificielle et provisoire des rendements obligataires dans ces pays. Mais les fondamentaux économiques plaident en faveur de taux d'intérêt nettement plus élevés.

Quant aux taux des obligations souveraines italiennes, belges et françaises, ils nous semblent également trop faibles compte tenu de l'état des finances publiques de ces pays. L'augmentation inévitable des taux d'intérêt souverains dans la plupart des pays entraînera une baisse de la valorisation des actifs financiers, y compris celle des actions. En outre, la prime de risque actions va grimper. En effet, avant la crise de la dette souveraine, l'environnement économique à moyen terme n'était déjà pas très favorable en Europe, par comparaison avec le reste du monde. Les raisons en sont connues: stagnation de la population active, faibles gains de productivité, endettement élevé des ménages dans de nombreux pays, poids excessif des prélèvements obligatoires et des dépenses sociales, problèmes structurels en Europe du Sud (faible compétitivité, forte dépendance des financements étrangers).

**Rigueur.** La crise de la dette souveraine, dont la seule solution est l'adoption de plans de rigueur budgétaire draconiens et rapides pour redresser la crédibilité financière des États, va ainsi accentuer et prolonger la récession dans bon nombre de pays. Ceci va abaisser et rendre incertain le potentiel de croissance du continent européen dans son ensemble, pour plusieurs années. De plus, les réformes structurelles à mener risquent d'être mal acceptées par les populations et de conduire à des grèves paralysant les économies. Ces facteurs exigent une prime de risque actions plus élevée que la moyenne historique et, donc, une valorisation plus basse qu'auparavant. Par ailleurs, une prime de risque monétaire va se confirmer. Jusqu'ici, l'euro était perçu comme une monnaie forte, héritière du Deutschmark, car sa gestion par la Banque Centrale Européenne était iden-

tique à la gestion du DM par la Bundesbank. La décision, début mai, de la BCE d'acheter des obligations souveraines des pays d'Europe du Sud, après avoir exclu cette possibilité jusqu'au dernier moment, a durablement modifié la perception de la BCE par les investisseurs. Cette dernière est à présent jugée moins rigoureuse et prévisible que la Bundesbank, ce qui nuit à la confiance dans l'euro. De plus, l'avenir même de l'euro est incertain. Les pays d'Europe du Sud pourront-ils se maintenir dans l'euro si les sacrifices considérables demandés aux populations mettent en danger leur cohésion sociale? Les Allemands, las de jouer les pompiers, pourraient-ils quitter l'euro si leurs propres finances publiques sont menacées par des plans de sauvetage à répétition?

Les investisseurs internationaux dont la monnaie de référence n'est pas l'Euro ont donc toutes les raisons de faire moins confiance à cette monnaie et exigent une prime de risque «euro» qui maintient une pression vendeuse sur la monnaie unique. Toutefois, outre qu'il favorise les exportations dans le reste du monde, un euro faible rend les valorisations des sociétés européennes attrayantes pour les groupes américains ou asiatiques qui souhaitent faire des acquisitions dans la zone euro.

Enfin, un changement de modèle économique en Europe au travers d'une réforme de l'État-Providence est très probable. Les conséquences évoquées plus haut sont, certes, globalement négatives à court et moyen terme pour les actions européennes. Cependant, cette crise est aussi une source d'espoir, cette fois pour le moyen et long terme, car elle obligera l'Europe à adopter un modèle économique plus performant. En effet, cette crise des dettes souveraines révèle l'échec du modèle économique européen basé tant sur une dépense publique inefficace et incontrôlée que sur une durée du travail insuffisante. A l'avenir, les Européens devront travailler plus et compter moins sur l'État. ///