



Quel potentiel pour les actions européennes ?

Septembre 2007

Benoît BELLONE, Senior Economist, Halbis Capital Management

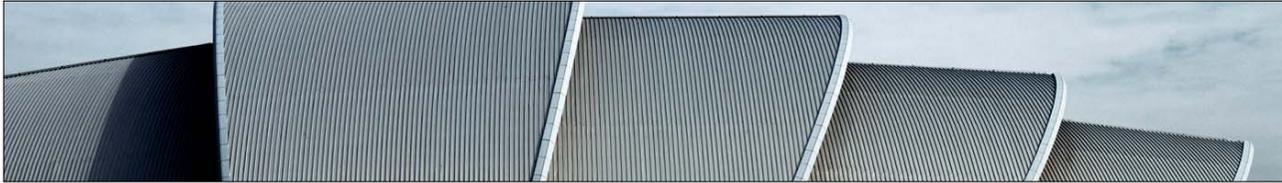
Halbis
 membre du Groupe HSBC 

Agenda

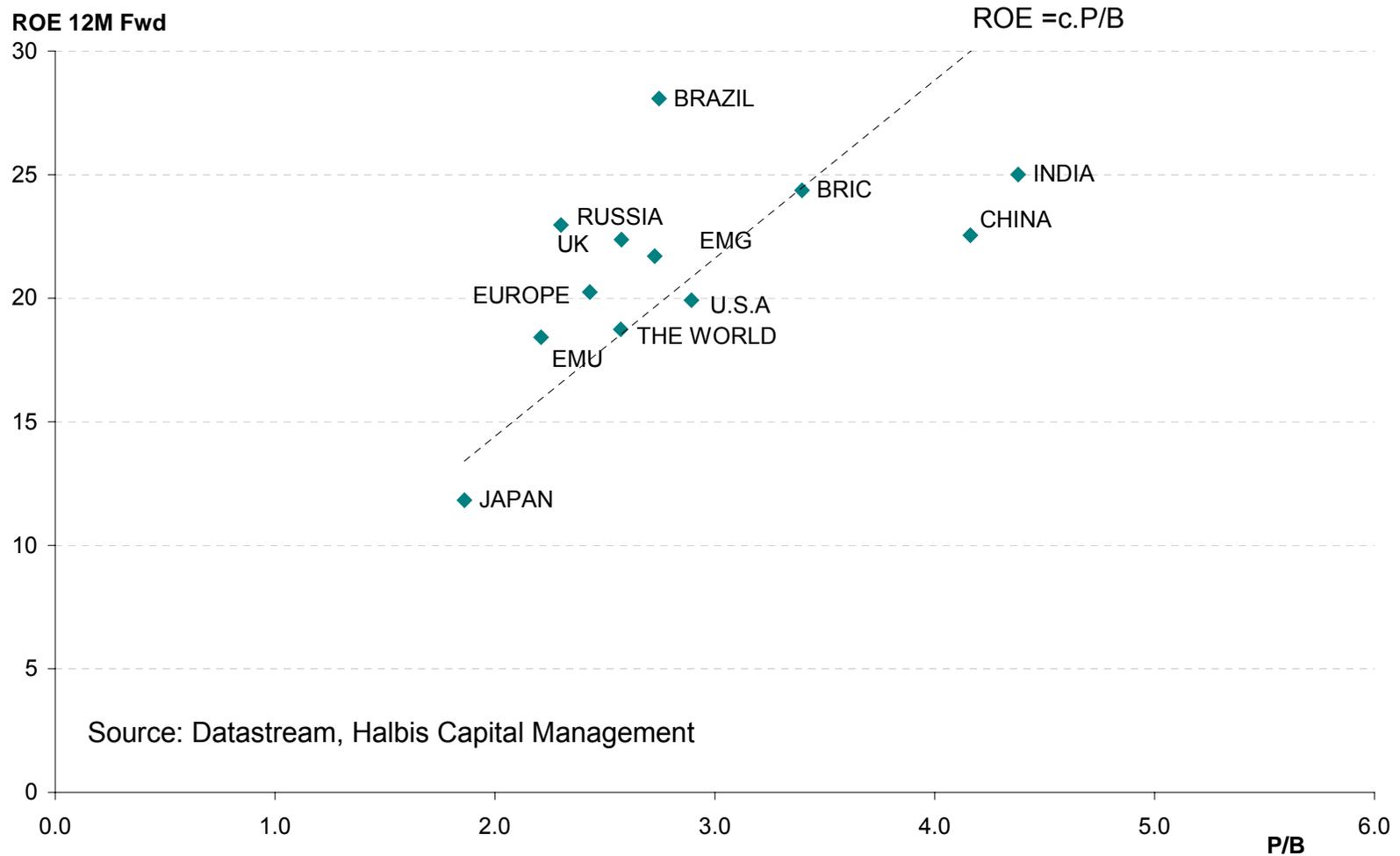
- Une vision descriptive : comment sont valorisées les actions européennes
 - Facteurs cycliques
 - Valorisations de marché
- Une vision prospective: comment évoluent les primes de risques ?
 - Projeter les rendements anticipés dans un cadre actuariel
 - Décomposer les primes de risques entre les facteurs cycliques et plus structurels
- Comprendre les décalages de valorisation

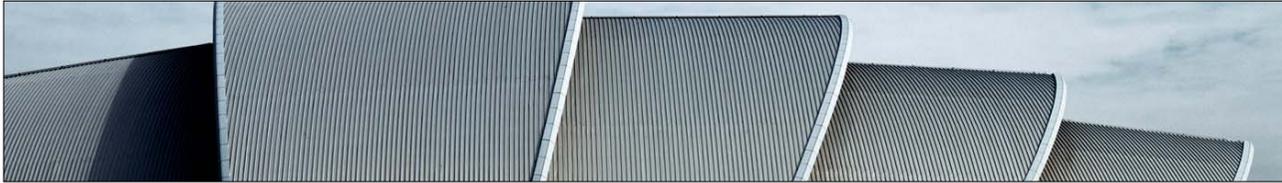


Quelle position dans le cycle des actions européennes?

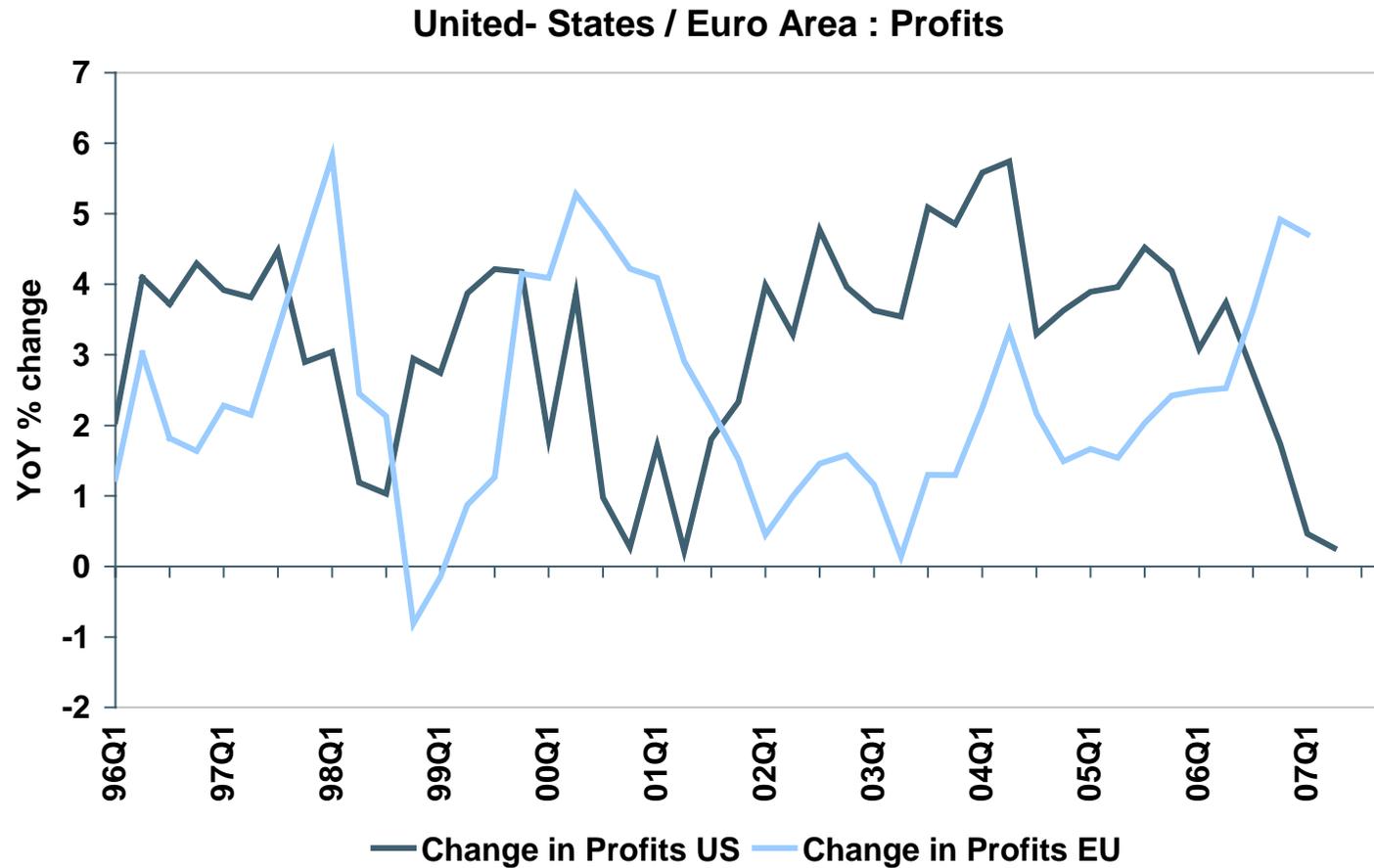


En coupe, les valorisations européennes apparaissent modérées relativement aux autres zones...





Un cycle des profits “macro” décalé, plutôt favorable à la zone euro...

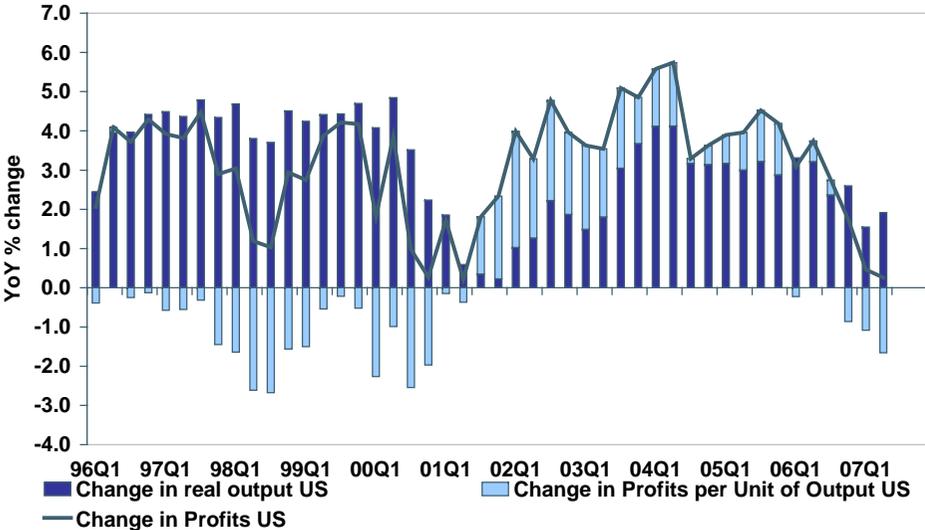


Source: Datastream

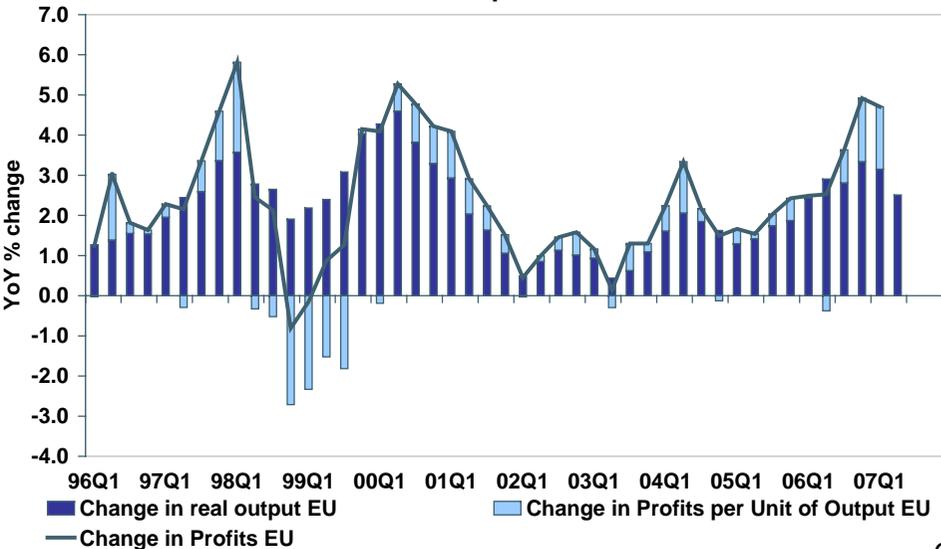


Des marges “macro” moins cycliques dans la zone euro...

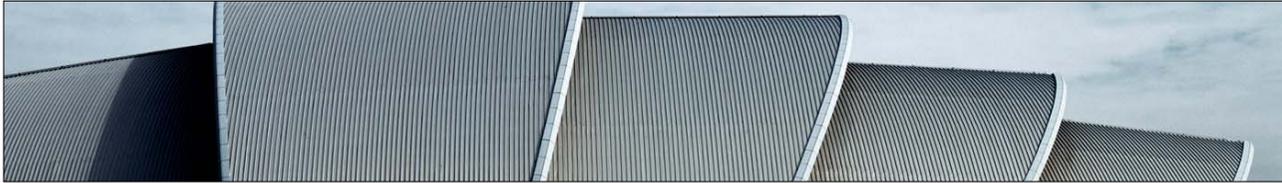
United states - Development in Profits



Euro Area - Developments in Profits

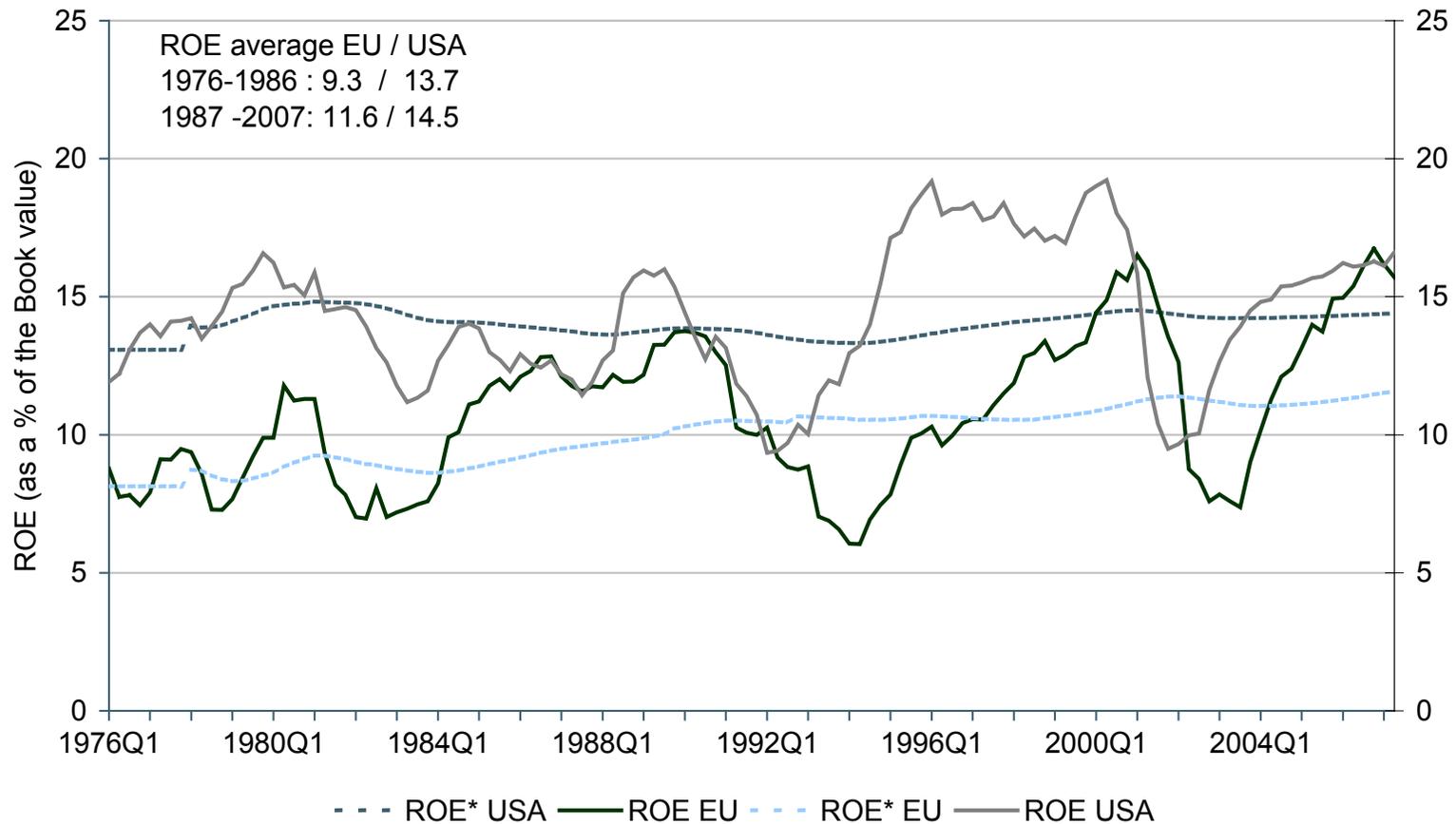


Source: Datastream, Calculs: Halbis Capital Management



Une progression structurelle des ROE en Europe...

Return on Equity - Cyclical effect or Long term progress ?

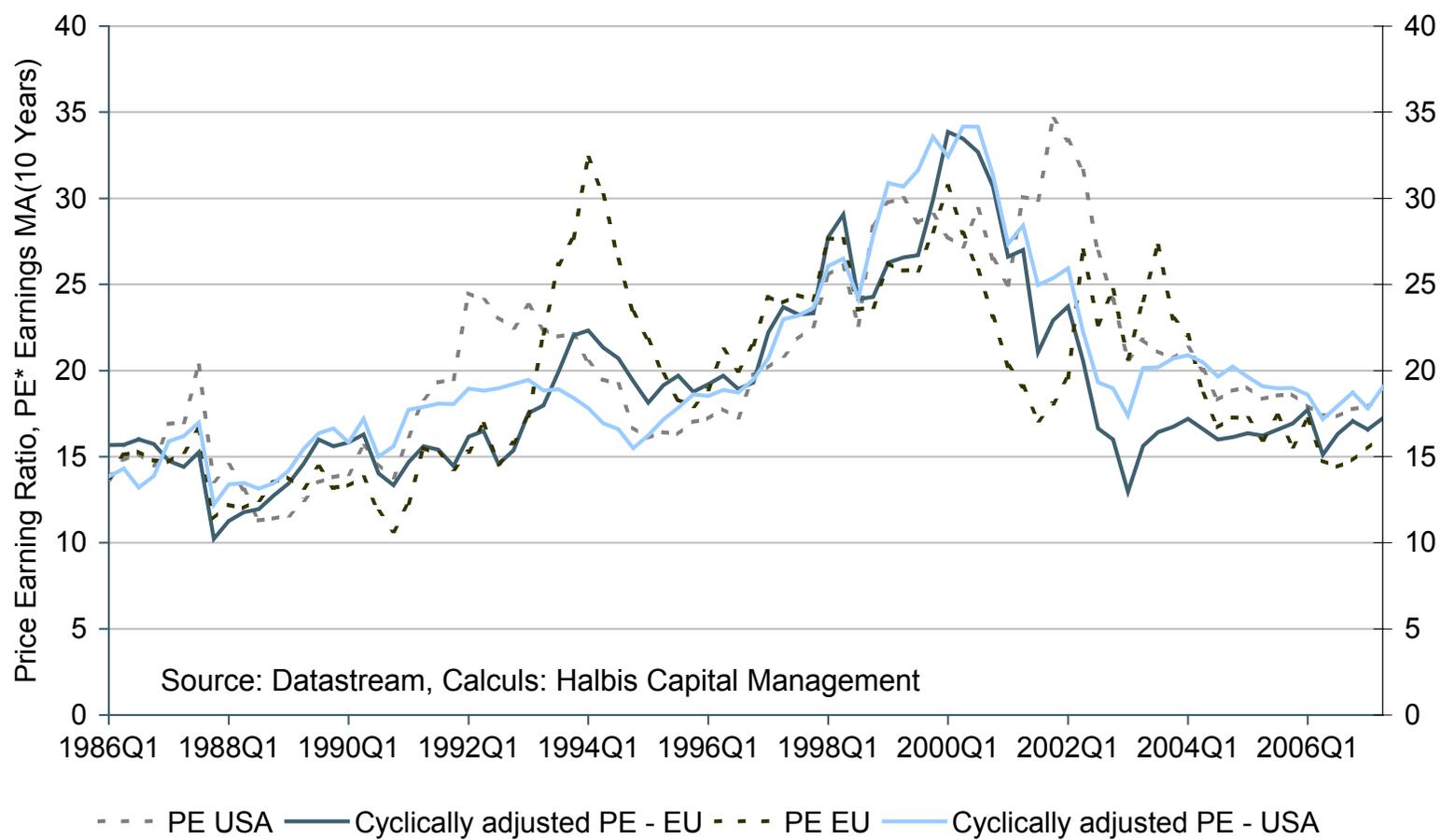


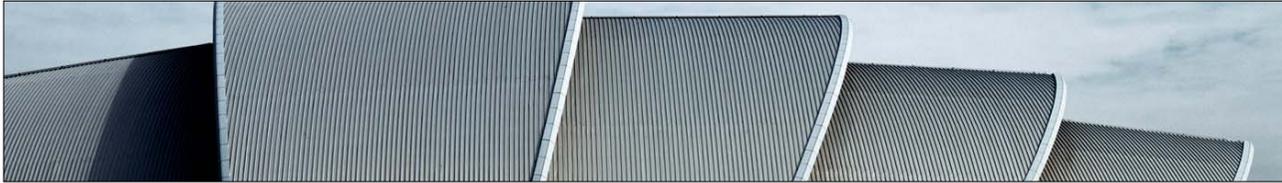
Source: Datastream, Calculs: Halbis Capital Management



Les PER corrigés du cycle sont ils élevés ?

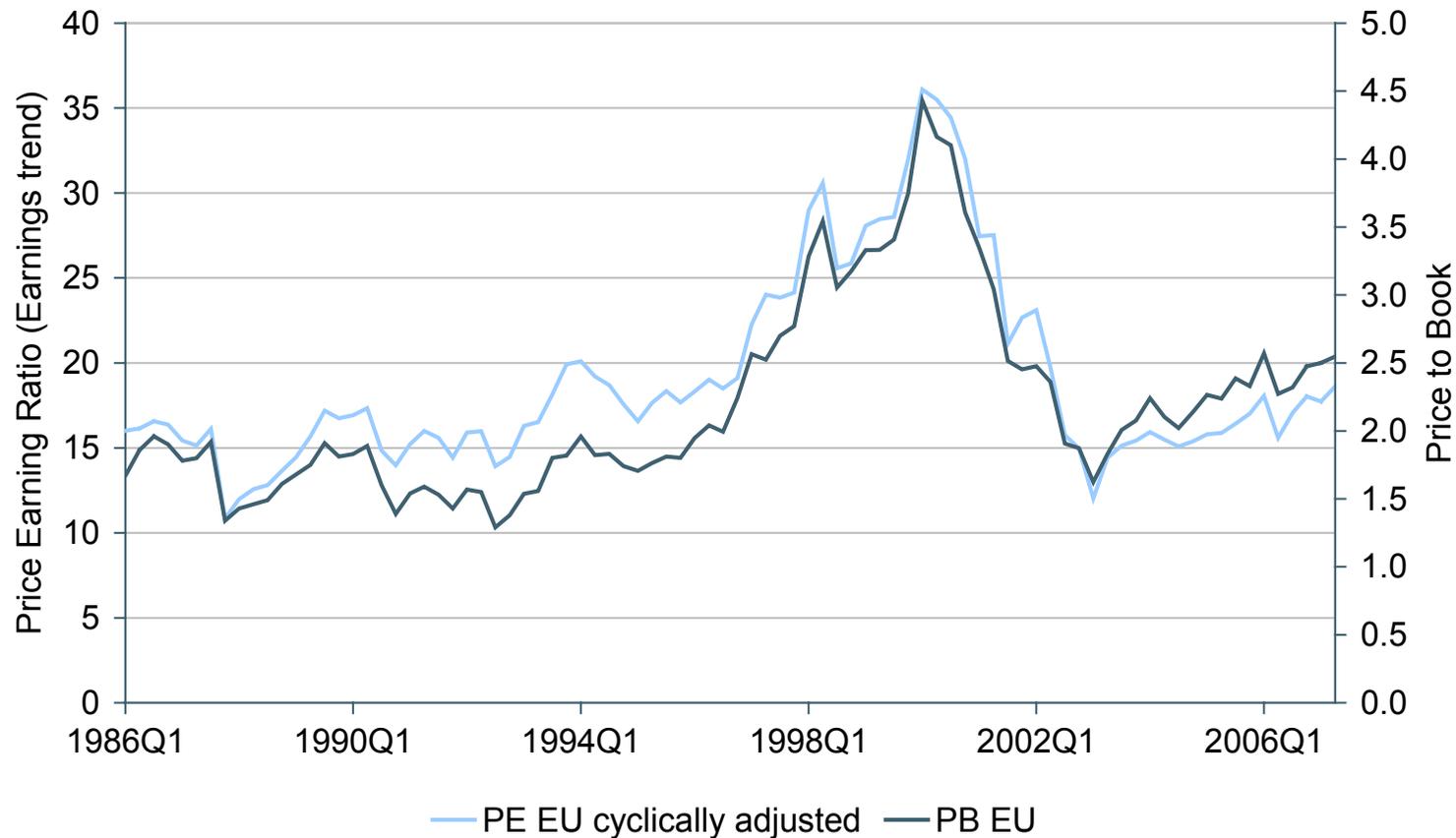
PE and Cyclically adjusted PE





Price to Book et PE corrigés du cycle reflètent une même réalité !

Price to Book and Cyclically adjusted PE - Europe



Source: Datastream, Calculs: Halbis Capital Management



Quels rendements anticipés pour les actions européennes?

Projeter le rendement anticipé d'un marché dans le cadre actuariel

$$r = g + (1-b)\frac{E}{P} = b\rho + (1-b)\rho\frac{B}{P}$$

**Taux
d' escompte**

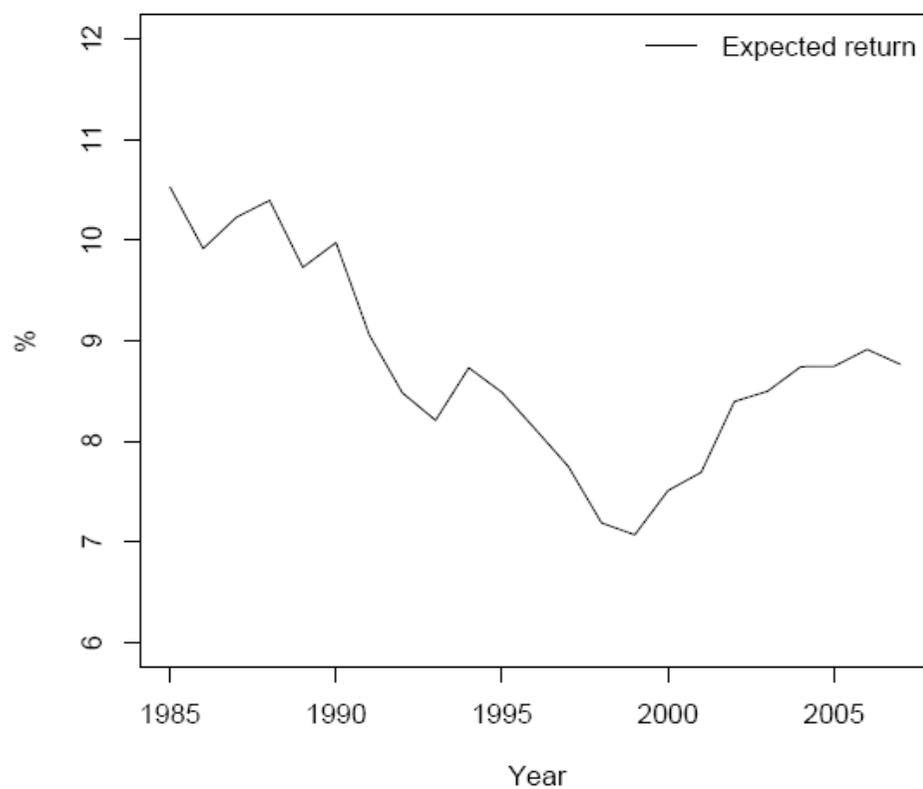
- Le taux d' actualisation anticipé se décompose entre une prime de risque et un taux sans risque
- La prime de risque mesure le rendement espéré de l' actif et détermine sa performance future.

- Le taux de rendement anticipé se décompose à long terme en :
 - la croissance anticipée des profits retenus
 - le rendement moyen des profits distribués
- Le taux de rendement anticipé dépend :
 - positivement de la profitabilité projetée
 - négativement de la valorisation de marché des actifs mesurée par le Price to Book

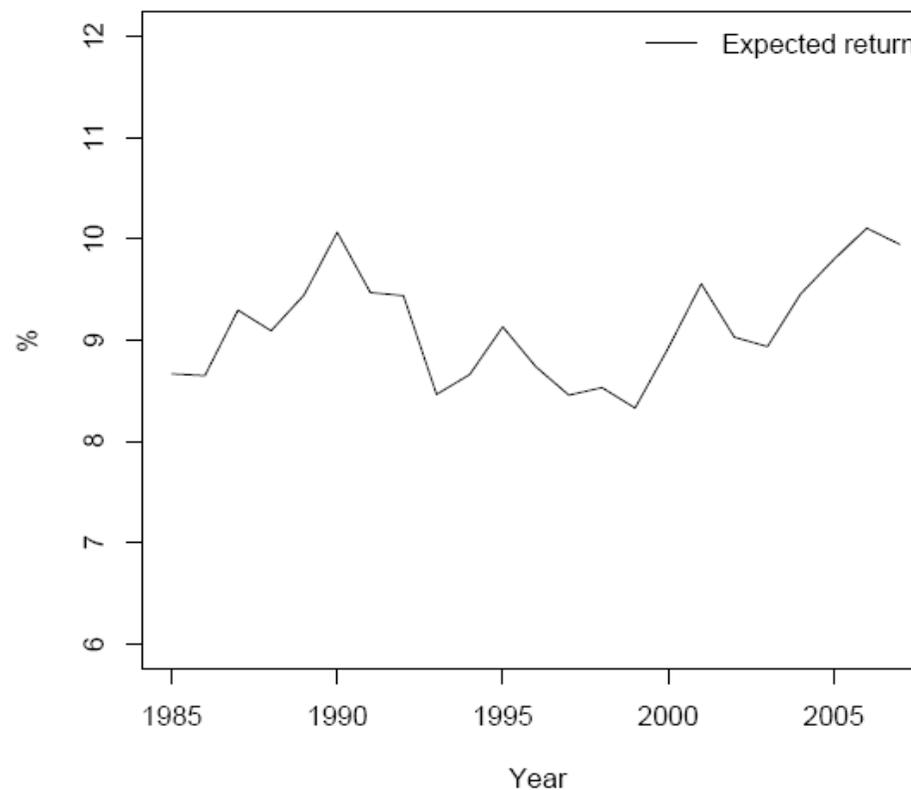


Depuis 2000, les rendements anticipés se sont redressés...

Expected return: USA



Expected return: Europe ex-UK

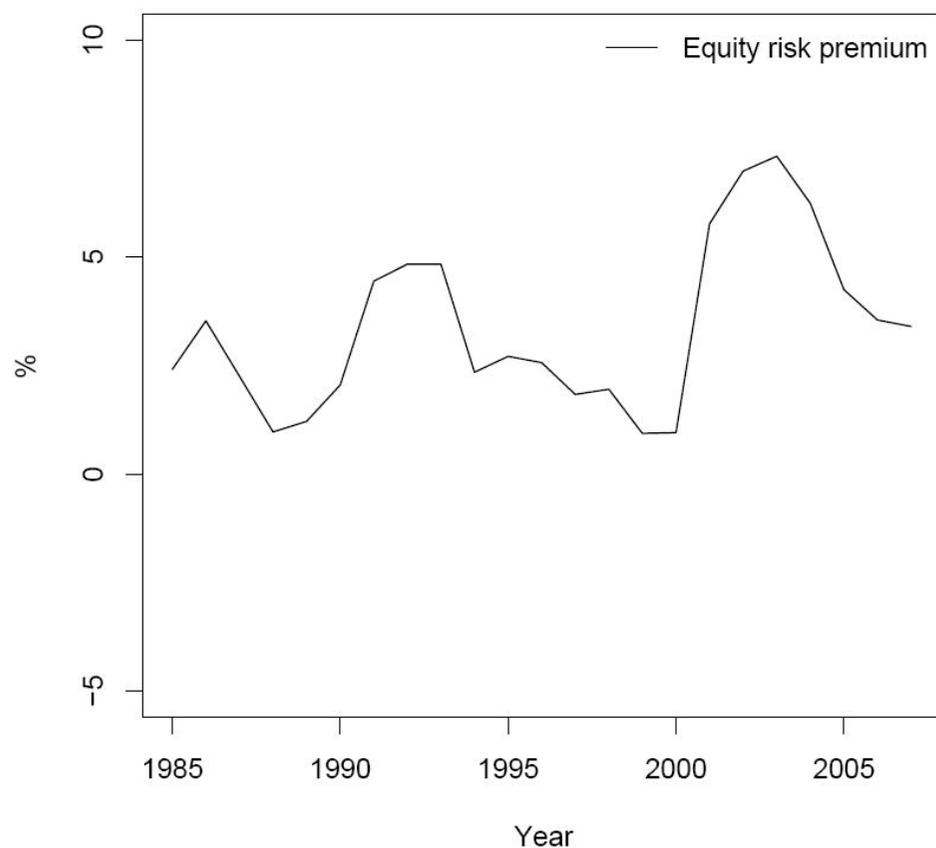


Source: Datastream, Calculs: Halbis Capital Management

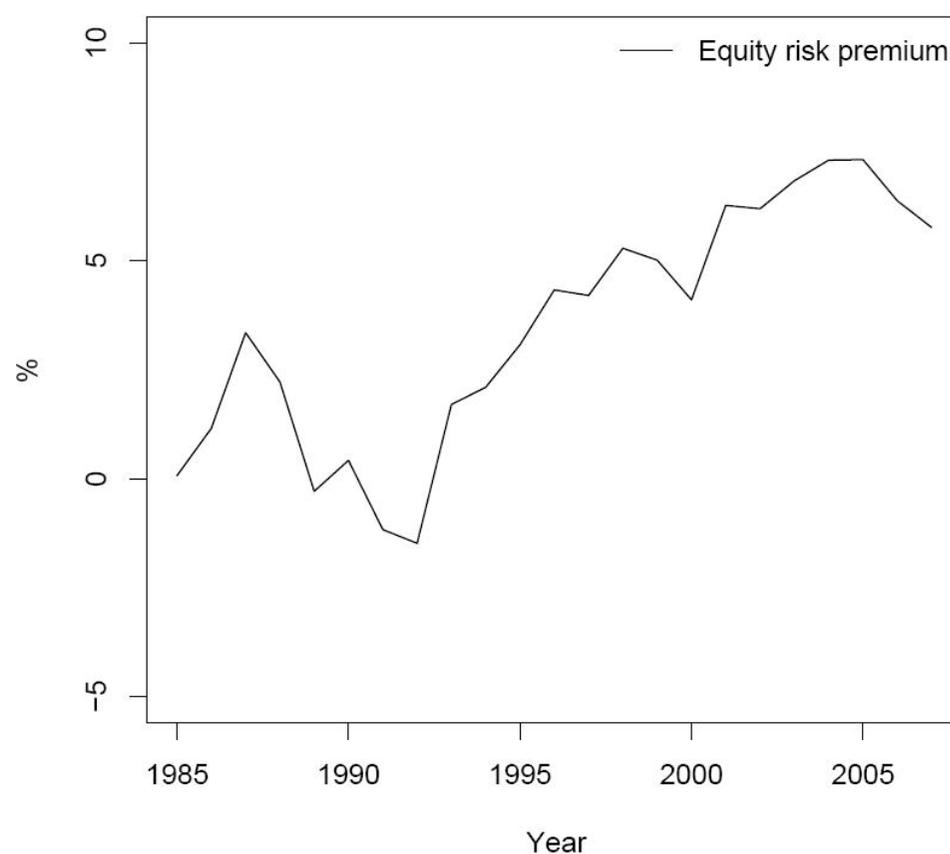


Et les primes de risque restent aujourd'hui relativement élevées...

Equity risk premium: USA



Equity risk premium: Europe ex-UK



Source: Datastream, Calculs: Halbis Capital Management

Quelles contributions aux évolutions des primes de risque ?

Change in:	1986-1985	1999-1998	2000-1995	2007-2000
<i>Risk premium</i> =(1) + (2)	1.0	-1.0	-1.8	2.4
Interest rates (1)	2.7	-0.9	-0.8	1.2
<i>Expected return</i> (2) =(3)+(4)	-1.7	-0.1	-1.0	1.3
RoE (3)	-0.4	0.2	0.2	0.0
Book to price (4)	-1.4	-0.3	-1.3	1.3

Table 1: Contributions to change in Risk Premium / MSCI United-States (in %)

Change in:	1986-1985	1999-1998	2000-1995	2007-2000
<i>Risk premium</i> =(1) + (2)	0.1	-0.3	1.0	1.7
Interest rates (1)	0.3	-0.1	1.2	0.6
<i>Expected return</i> (2)=(3)+(4)	-0.3	-0.2	-0.2	1.0
RoE (3)	0.8	0.1	1.1	0.3
Book to price (4)	-1.0	-0.3	-1.3	0.7

Table 2: Contributions to change in Risk Premium / MSCI Europe ex-UK (in %)



Des écarts de valorisations ?

- Les indicateurs de valorisation relative des actions européennes sont raisonnables:
 - corrigés du cycle, ils sont proches de leurs niveaux moyens observés sur les 20 dernières années
- La prime de risque associée paraît aujourd'hui plus élevée en Europe de part:
 - un décalage du cycle de la profitabilité, lié à des évolutions macroéconomiques favorables
 - une amélioration structurelle de la profitabilité des entreprises européennes au cours des 10 dernières années
 - une baisse structurelle des taux d'intérêt réels dans la zone euro
- Ces facteurs devraient soutenir la performance relative des actions européennes à moyen terme



Pourquoi un décalage persistant de valorisation ?

- La demande locale pour les actions est plus faible en Europe ?
 - Absence de fonds de pension et de canaux d'épargne longue en actions ?
 - Aversion au risque plus élevée : préférence pour l'épargne obligataire à l'épargne action ?
- Le marché européen serait plus risqué ?
 - Une prime de risque plus élevée comme prime de détention par l'étranger car :
 - « Home bias » et segmentation des marchés
 - Faiblesse institutionnelle (multiplicité des interlocuteurs, réglementations, lisibilité des politiques macroéconomiques)
- Inconvénient majeur:
 - Prime de risque plus élevée = un coût du capital relatif plus élevé, frein à l'investissement.