

Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 13 janvier 2025

"EN EUROPE, MIEUX VAUT VISER EN DEHORS DE LA ZONE"

- Les actions européennes n'en finissent plus de décevoir
- Excepté les valorisations, rien n'indique que cette sous-performance prendra fin en 2025
- Les actions du Royaume-Uni, de la Suisse et des pays nordiques constituent une alternative
- Elles profitent de politiques budgétaires et monétaires adaptées et d'un biais défensif

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Il existe une Europe attrayante, ce n'est pas la Zone Euro"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Les investisseurs l'ont (presque tous) appris à leurs dépens, les actions européennes sous-performent leurs homologues américaines depuis près de deux décennies (cf. Fig. 2). En effet, les 600 principales capitalisations boursières européennes qui composent l'indice Stoxx ont progressé de 107% depuis le 1^{er} janvier 2010 tandis que les 500 plus grandes compagnies américaines recensées par Standard & Poor's se sont envolées de 450% sur la même période. Corrigé des effets de change, l'écart est encore plus marqué puisque le dollar s'est apprécié de 35% face à l'euro. **Plusieurs facteurs structurels et conjoncturels permettent d'expliquer cette contre-performance :**



- Tout d'abord, et c'est le seul point positif concernant **les sociétés européennes**, ces dernières **versent davantage de dividendes que leurs homologues américaines**, en moyenne 3.4% contre 1.9% par an (cf. Fig. 3). Malheureusement, même en tenant compte de ce paramètre, ainsi que des intérêts composés qu'il implique et des variations de change, la performance totale des titres européens depuis 2010 est de 241% seulement, contre 881% pour les sociétés américaines.

Fig. 2 – Performance des indices actions

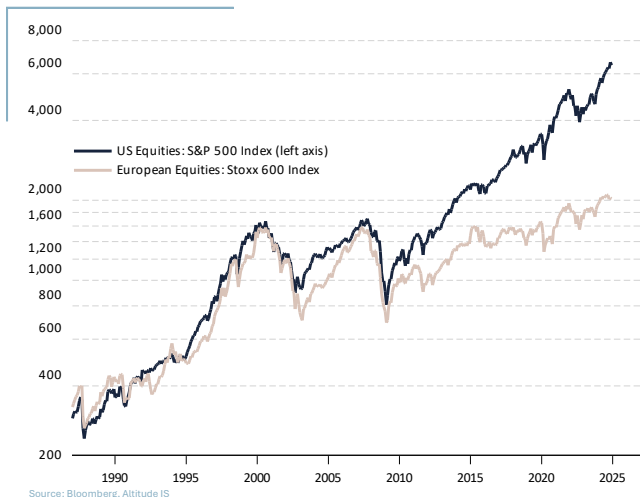
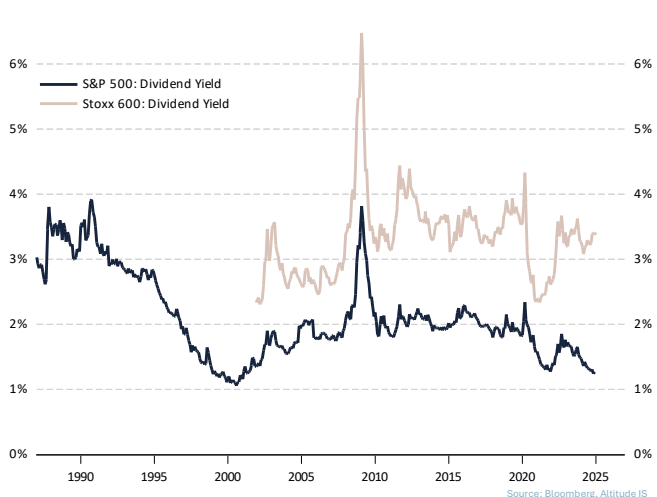
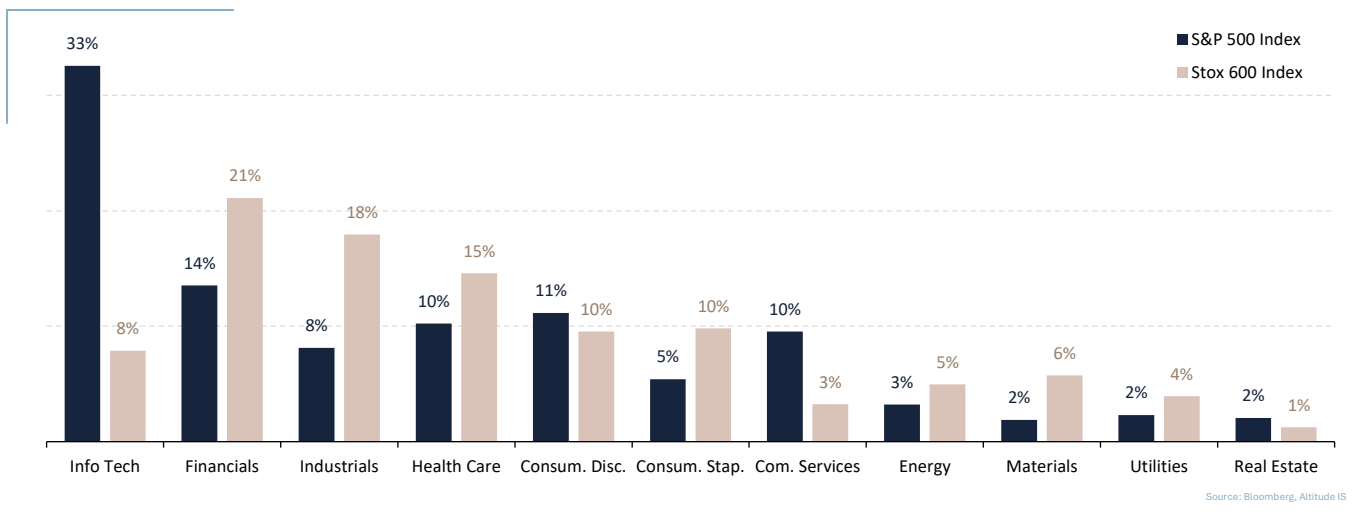


Fig. 3 – Rendement des dividendes



- **Les États-Unis offrent un écosystème propice à l'innovation**, qui permet le développement de nombreuses sociétés dans les secteurs de la technologie, des services de communication et de la consommation discrétionnaire. A l'inverse, l'Europe favorise le développement d'entreprises plus traditionnelles dans la finance, l'industrie, mais aussi la santé et la consommation de base (cf. Fig. 4). Ces secteurs, bien que stratégiques, n'offrent pas la même croissance que les géants américains du numérique. Des sociétés comme Apple, Amazon, Google, Meta, Microsoft, Netflix, ou Nvidia sont ainsi parvenues à profiter d'un environnement porteur pour capter une part significative des flux d'investissement mondiaux. A contrario, le poids important des secteurs défensifs en Europe a freiné la performance des indices sur le Vieux Continent.

Fig. 4 – Répartition sectorielle des indices actions





- **La fragmentation politique de l'Europe**, où de nombreuses décisions économiques sont prises à l'échelle nationale, de manière non coordonnée, empêche la mise en place à la fois de réformes structurelles et de choix stratégiques forts, facteurs nécessaires pour stimuler la compétitivité. Par conséquent, les entreprises du Vieux Continent ne parviennent pas à s'imposer sur les technologies d'avenir telles que les véhicules électriques ou l'intelligence artificielle, pour ne nommer que ces deux segments emblématiques.
- **L'Europe subit régulièrement des crises**, comme celle de la dette souveraine entre 2010 et 2012 ou du Brexit entre 2016 et 2020, qui minent la confiance des investisseurs. Les réponses des décideurs politiques sont parfois longues à survenir et n'ont pas toujours l'impact escompté sur l'économie réelle. À l'inverse, les États-Unis ont tendance à réagir plus rapidement et de manière plus efficace, notamment avec des programmes de relance massifs, renforçant ainsi leur demande domestique et la confiance des investisseurs.
- **Les différences culturelles et réglementaires** entre les deux continents jouent en défaveur des sociétés européennes. Elles sont soumises à des normes plus strictes en matière de fiscalité, d'environnement et de responsabilité sociale. Bien que louables, ces éléments viennent peser sur les marges et limiter la rentabilité, dans un contexte où la concurrence internationale fait rage.
- **Le marché du travail** est relativement rigide dans de nombreux pays européens. Combiné à une démographie défavorable, il freine le potentiel de croissance à long terme. À l'inverse, les États-Unis bénéficient d'un marché du travail flexible et de flux migratoires soutenus.
- **La guerre en Ukraine** a engendré une crise énergétique, l'Europe étant particulièrement dépendante des importations de gaz russe. Cette hausse des coûts de production a pesé sur les marges des entreprises et freiné la consommation des ménages, affectant directement les bénéfices des sociétés européennes.
- **Les perspectives de croissance pour 2025 sont meilleures aux États-Unis qu'en Europe.** Les indicateurs avancés signalent un ralentissement de l'activité outre-Atlantique mais une récession sur le Vieux Continent. A cela s'ajoute des incertitudes politiques en Allemagne et en France, susceptibles d'engendrer une certaine paralysie décisionnelle.

Fig. 5 & 6 – Ecart de valorisation entre les actions européennes et américaines



Malgré tout, les investisseurs nourrissent régulièrement des espoirs à l'égard des actions européennes. L'une des principales raisons en est leur très faible valorisation, à 15 fois les bénéfices (cf. Fig. 5). Elles se négocient avec une décote de plus de 43% par rapport à leurs homologues américaines. Sur une base relative, l'Europe n'a jamais été aussi bon marché (cf. Fig. 6). Les investisseurs y voient une opportunité



de rattrapage. **Malheureusement, ces espoirs pourraient une fois encore se révéler illusoire en 2025.** Les défis structurels et conjoncturels des dernières décennies, détaillés précédemment et qui ont réfréné l'appétit des investisseurs, n'ont pas été résolus. De surcroît, les investisseurs s'étant habitués aux excellentes performances des actions américaines, leurs hésitations à réorienter une partie des capitaux vers l'Europe risquent d'être bien ancrées, même en présence d'une décote conséquente.

Pour investir en Europe, la clef pourrait être de privilégier les actions européennes situées en dehors de la Zone Euro, comme celles du Royaume-Uni, de la Suisse, ou des pays nordiques (cf. Fig. 7 & Graphique de la semaine). En effet, au sein de l'indice Stoxx 600, la moitié des sociétés n'appartiennent pas à l'union monétaire mais au reste de l'Europe. Le Royaume-Uni se taille la part du lion, suivi par la Suisse et trois pays nordiques : le Danemark, la Suède et la Norvège (cf. Fig. 8).

Fig. 7 – Perf. des deux régions du Stoxx 600

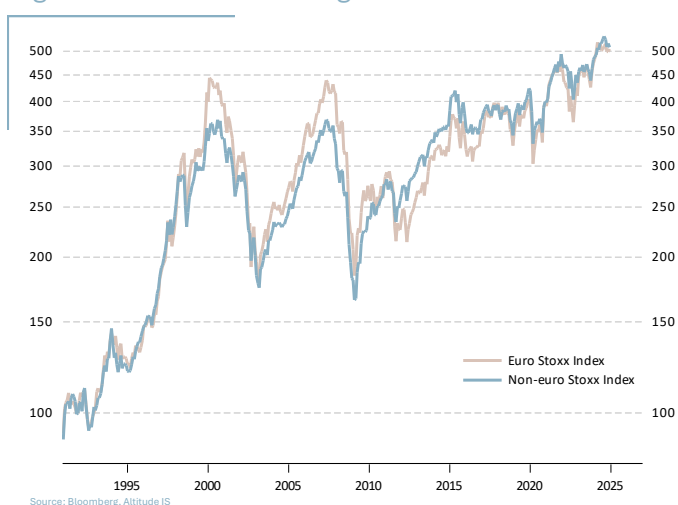
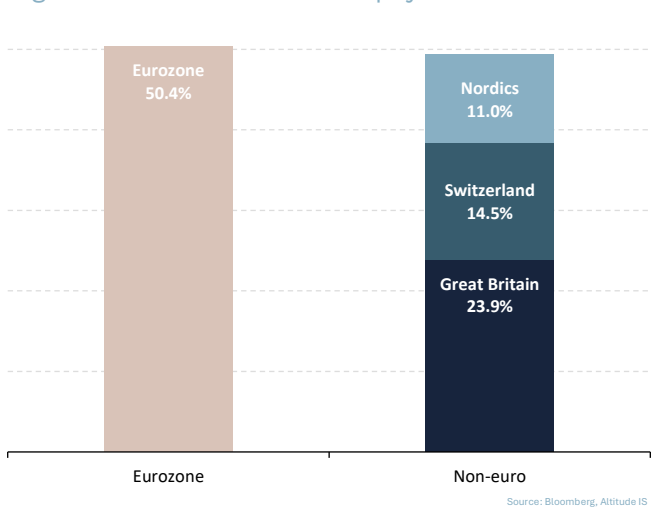


Fig. 8 – Poids des différents pays dans le Stoxx 600



Ces quelque 300 sociétés sont emmenées par des leaders de renommée internationale : l'incontournable Novo Nordisk et ses médicaments anti-obésité, les groupes pharmaceutiques Roche, Novartis et AstraZeneca, des industriels de l'agroalimentaire comme Nestlé et Unilever, des financières telles que HSBC, UBS et Zurich Insurance, mais aussi des sociétés pétrolières comme British Petroleum. Dans leur ensemble, les actions européennes qui ne sont pas libellées en euros présentent plusieurs atouts qui pourraient leur permettre de surperformer leurs homologues de l'union monétaire :

- **Le Royaume-Uni, la Suisse, le Danemark, la Suède et la Norvège bénéficient d'une flexibilité monétaire et fiscale accrue par rapport aux pays de la Zone Euro.** Leurs banques centrales nationales peuvent ajuster la politique monétaire en fonction des besoins spécifiques de l'économie, sans être contraintes par la dynamique collective des pays voisins. Cette indépendance leur permet de répondre plus efficacement, et parfois plus rapidement, aux chocs économiques.
- **Les entreprises de ces pays sont souvent orientées vers des secteurs peu cycliques, comme la santé ou la consommation de base.** Considérées comme défensives, les grandes multinationales telles que Roche, Novartis, AstraZeneca, Nestlé et Unilever offrent une résistance accrue en cas de ralentissement économique mondial. En temps de crise, lorsqu'il faudra faire des choix en termes de dépenses, les ménages réduiront leurs achats de voitures, de biens d'équipement, de voyages, de restaurants et de loisirs mais ils continueront à se nourrir et se soigner.
- **Les devises hors euro**, comme la livre sterling, le franc suisse, et dans une moindre mesure les couronnes danoise, suédoise et norvégienne, **offrent un avantage en termes de diversification.** En période de volatilité des marchés mondiaux, ces monnaies peuvent être perçues comme des valeurs



refuges, attirant des flux d'investissements étrangers. C'est particulièrement vrai pour le franc suisse, même si la banque nationale fait actuellement tout ce qui est en son pouvoir pour restreindre la force de la monnaie helvétique. Quant à la livre sterling, nos modèles économétriques lui entrent un bel avenir face à l'euro au cours des 24 prochains mois (cf. Fig. 9) : *the icing on the cake*.

Fig. 9 – Taux de change EUR/GBP



Conclusion :

Les investisseurs qui cherchent à diversifier leurs portefeuilles pour ne pas être trop concentrés sur les actions cycliques américaines sont naturellement attirés par le caractère défensif et les valorisations attractives des marchés européens. Ceux qui se souviennent des raisons fondamentales de cette forte décote, notamment les risques inhérents à la situation économique, politique, budgétaire, monétaire et militaire, privilégieront les sociétés européennes qui sont en dehors de la Zone Euro : Royaume-Uni, Suisse et pays nordiques.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
Equities							
World (MSCI)	833.9	35.57	-1.5%	-3.6%	-0.8%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	5 827	39.14	-1.9%	-3.3%	-0.9%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	41 938	33.16	-1.8%	-5.2%	-1.4%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	19 162	43.05	-2.3%	-2.6%	-0.8%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	508.5	54.83	1.6%	0.1%	1.3%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	8 218	52.39	0.3%	-0.3%	1.0%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	11 719	54.05	1.4%	1.3%	1.6%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	39 190	48.50	-1.8%	-0.4%	-1.8%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 057	30.48	-1.5%	-4.7%	-1.6%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	118 856	36.46	0.3%	-7.3%	-1.2%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	49 597	46.25	1.3%	-3.2%	0.2%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	76 449	37.35	-2.3%	-5.1%	-1.0%	9.6%	20.3%
China (CSI)	3 723	30.95	-1.0%	-6.4%	-5.1%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	124.7	44.83	-1.3%	-2.2%	-0.1%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	414.1	39.29	-2.3%	-4.7%	-1.8%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	266.4	17.01	-1.9%	-6.0%	-2.4%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	247.0	55.95	0.8%	-1.0%	2.9%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	177.0	30.09	-1.8%	-4.1%	-1.5%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	353.7	44.09	0.6%	-3.1%	1.3%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	373.6	28.72	-1.2%	-5.0%	-0.8%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	761.1	41.33	-2.3%	-1.9%	-1.0%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	304.8	26.78	-0.1%	-7.6%	-0.4%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	919	25.72	-3.7%	-7.7%	-3.5%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	158.8	30.04	-2.5%	-3.8%	-1.3%	12.9%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.83%	22.94	-1.0%	-3.3%	-1.3%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	4.62%	29.99	-0.8%	-2.4%	-0.9%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.95%	20.10	-0.9%	-3.1%	-1.5%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.43%	22.91	-1.0%	-2.8%	-1.5%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.82%	24.17	-1.6%	-3.2%	-1.7%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.59%	30.51	-1.1%	-1.2%	-1.0%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	0.98%	24.34	-0.6%	-0.9%	-0.6%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	7.16%	30.83	-0.9%	-1.9%	-0.6%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	5.52%	29.18	-0.8%	-2.1%	-1.1%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.39%	26.64	-0.4%	-1.1%	-0.8%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.71%	29.99	-0.4%	-1.1%	-0.3%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	7.52%	44.91	-0.5%	-0.6%	0.0%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.89%	34.66	-0.4%	-0.5%	-0.4%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	8.54%	46.78	-0.7%	-0.7%	0.1%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	439.3	38.44	-1.2%	-2.8%	-0.2%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	597.7	39.76	-1.6%	-3.2%	-0.1%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	233.2	53.30	0.0%	0.3%	0.2%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	241.7	30.30	-0.1%	-6.4%	-0.4%	-10.4%	5.8%
Japan (Convertibles)	224.7	44.91	-0.8%	0.3%	-0.9%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 612	78.65	n.a.	-0.4%	n.a.	11.2%	7.8%
Macro	1 339	62.77	n.a.	-0.4%	n.a.	7.1%	1.6%
Equity Long Only	2 216	67.94	n.a.	-0.9%	n.a.	12.2%	15.9%
Equity Long/Short	1 682	77.49	n.a.	-0.4%	n.a.	14.4%	7.7%
Event Driven	1 735	75.89	n.a.	-0.6%	n.a.	9.3%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 657	95.65	n.a.	1.0%	n.a.	12.8%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 674	86.85	n.a.	0.8%	n.a.	10.5%	7.8%
Credit	1 590	91.40	n.a.	-0.4%	n.a.	8.1%	8.1%
Credit Long/Short	1 620	100.00	n.a.	1.0%	n.a.	9.5%	11.2%
Commodity	1 655	60.34	n.a.	-4.4%	n.a.	6.1%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 349	54.05	n.a.	0.4%	n.a.	8.4%	-3.6%
Volatility							
VIX	21.39	57.56	21.1%	37.8%	12.6%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	18.21	58.52	7.6%	20.0%	7.1%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	536.6	n.a.	0.1%	-1.0%	0.0%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	2 689	n.a.	1.0%	1.6%	2.5%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	30.37	n.a.	1.4%	-0.6%	5.1%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	76.57	n.a.	3.5%	11.6%	6.8%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	80.35	n.a.	4.8%	8.9%	8.4%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	109.79	68.50	1.4%	2.6%	1.2%	7.1%	-2.1%
EUR	1.0223	32.42	-1.6%	-2.6%	-1.3%	-6.2%	3.1%
JPY	157.66	39.33	0.0%	-2.5%	-0.3%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.2154	27.21	-2.9%	-3.7%	-2.9%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6149	28.22	-1.6%	-3.3%	-0.6%	-9.2%	0.0%
CAD	1.4428	36.60	-0.7%	-1.3%	-0.3%	-7.9%	2.3%
CHF	0.9164	30.53	-1.3%	-2.6%	-1.0%	-7.3%	9.9%
CNY	7.3316	21.88	0.0%	-0.8%	-0.4%	-2.7%	-2.8%
MXN	20.795	37.54	-2.3%	-3.2%	0.2%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 724.6	31.64	-0.1%	-1.2%	-0.2%	-0.7%	4.8%
XBT	93 111	n.a.	-1.4%	-8.1%	-0.6%	120.5%	157.0%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

