Rester investi ou attendre une correction plus ample avant de racheter les indices européens ?

V. Riches-Flores

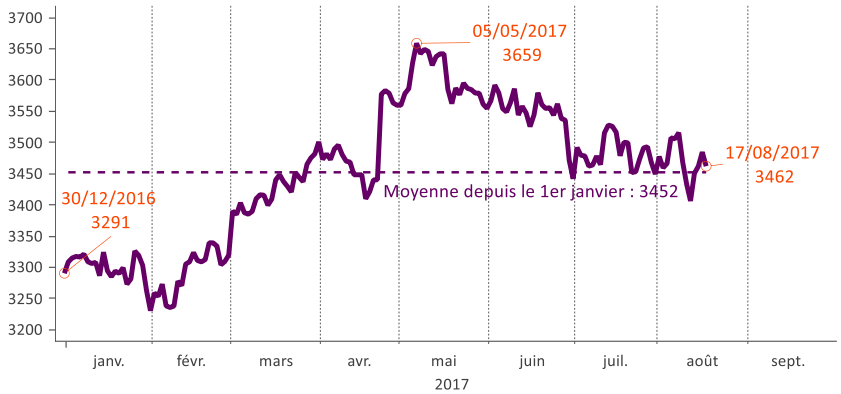
Retrouvez-nous sur :
www.richesflores.com

18 août 2017

Finira-t-on par avoir raison ? L'avenir le dira. Mais ce qui est certain c'est que nous nous sommes bel et bien trompés depuis le mois de juin en prévoyant une poursuite de la hausse des marchés européens. Seule consolation, la performance de l'Eurostoxx en dollars est un peu plus clémente, en hausse de 1,7 % entre le 31 mai et le 17 août, au terme d'évolutions quasi-identiques de part et d'autre de l'Atlantique durant cette période. L'excuse est toutefois difficilement recevable pour ce qui nous concerne, notre scénario de taux de changes s'étant caractérisé depuis le début de l'année par l'anticipation d'une appréciation de l'euro tout à fait conforme à l'évolution constatée vers 1,18USD.

Alors que l'économie européenne se porte mieux et que ses perspectives sont en amélioration, que les risques politiques extrêmes ont été écartés et que les conditions financières restent exceptionnellement accommodantes, comment expliquer cette sous-performance des marchés européens et qu'en penser pour les prochains mois ?

Indice Eurostoxx 50 depuis le début de l'année



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

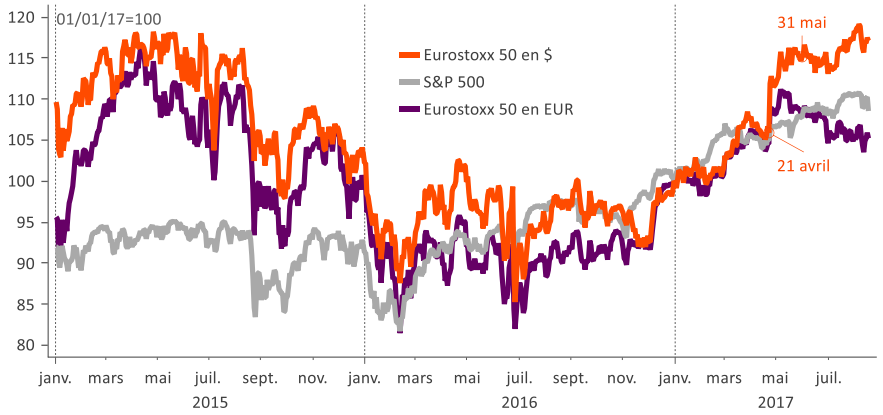
Chercher l'erreur

Depuis le début du mois de juin, l'Eurostoxx 50 a perdu 5,4 % de sa valeur. Ainsi, après avoir culminé à plus de 11 % le 5 mai, la performance de l'indice phare européen depuis le début de l'année n'était plus que de 5,2 % le 17 août. Il pourrait être tentant de voir dans ce résultat très loin de nos attentes, la faute à pas-de-chance qui inciterait à penser que ce qui était prévu pour le passé récent est juste décalé dans le temps, notamment après les bons résultats économiques de ces dernières semaines et les révisions à la hausse du consensus des économistes qui devraient en résulter (voir à ce sujet notre publication « *Pré-rentrée 2017* »). Toutefois, la tournure, plus que suspecte, des indices au cours de ces derniers jours s'accommode mal de cette approche, appelant, au moins au préalable, un approfondissement de l'analyse.

Responsabilité du taux de change

Comme signalé en introduction, la performance de l'Eurostoxx en dollar est nettement moins médiocre, l'Euro s'étant apprécié de 4,4 % par rapport à la devise américaine depuis le début du mois de juin, soit peu ou prou l'équivalent de la baisse de l'indice. Exprimés en monnaie commune, la performance des marchés est ainsi nettement plus cohérente avec le contexte économique, l'amélioration de la conjoncture européenne s'illustrant en particulier dans la surperformance de 7,9 % de l'Eurostoxx par rapport au S&P 500 depuis le début de l'année, ou plus exactement le 21 avril, veille du premier tour des élections présidentielles françaises dont le résultat marque le début de cette période de surperformance.

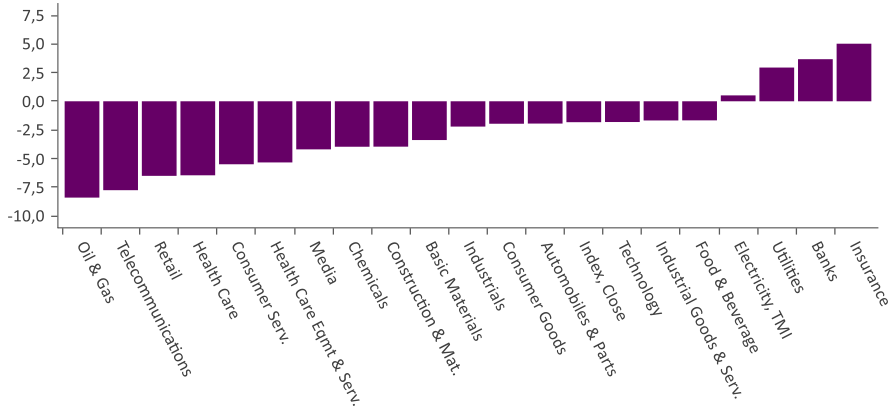
Eurostoxx vs S&P500, une surperformance en $ de 8 % depuis janvier



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'explication par le seul facteur du taux de change n'est toutefois guère validée par les évolutions sectorielles. Depuis le 1er juin, en effet, une large majorité de secteurs, y compris les moins sensibles au taux de change (télécommunications, santé, média, services aux particuliers, construction), a subi le contre-coup de cette vague corrective, quand les secteurs traditionnellement les plus exposés à une appréciation de l'euro ont plutôt mieux sorti leur épingle du jeu, dans un contexte de regain d'appétit pour les valeurs cycliques.

Performance des valeurs UEM du Stoxx 600 depuis le 31 mai, en %

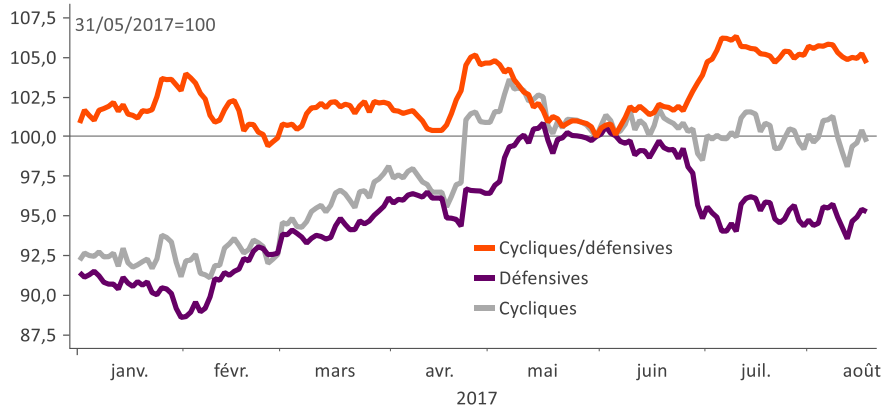


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Prises de bénéfices sur les défensives et recherche de dividendes

La sous-performance des valeurs défensives est une autre caractéristique de la période sous revue, que justifie en particulier le regain de confiance dans les perspectives conjoncturelles de la zone euro et l'atténuation des pressions déflationnistes qui avaient marqué le marché les deux années précédentes. Relativement chères, les défensives européennes ont subi d'importantes prises de bénéfices depuis la fin mai, portant à 4,6 % leur retrait sur la période et leur sous-performance par rapport aux cycliques.

Performance comparée des valeurs cycliques et défensives de l'UEM

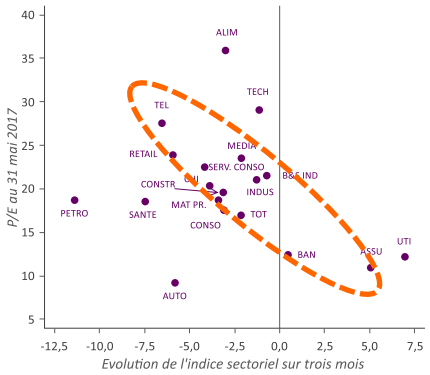


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Sauf quelques spécificités (matériaux de base et automobile en particulier), le graphique de la page suivante illustre clairement la sanction imposée aux secteurs les plus onéreux (PE) du marché européen dont ont notamment souffert les télécom, le retail, les services et, dans une moindre mesure, la santé, après deux années au cours desquelles ces valeurs avaient eu la primeur des investisseurs.

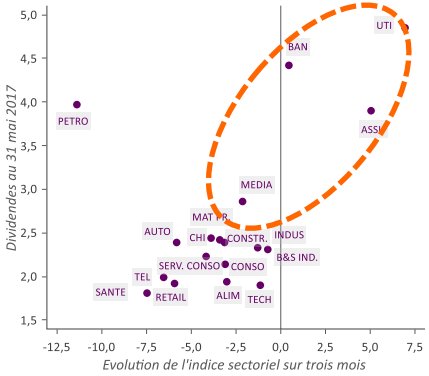
Par ailleurs, dans un contexte où la perception du risque est restée présente tout au long de la période, les derniers mois ont également été marqués par une préférence accrue pour les valeurs les plus rémunératrices (dividendes) que sont les financières et utilities, seules à avoir progressé au cours de la période sous revue.

UEM - Euro Stoxx sectoriel et P/E



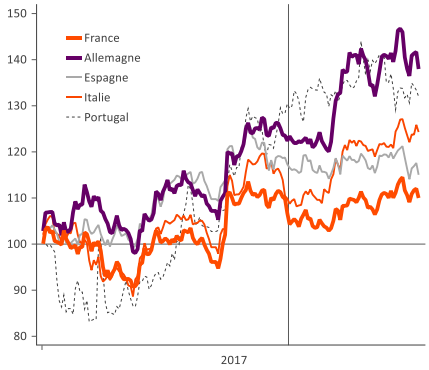
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

UEM - Euro Stoxx sectoriel et dividendes



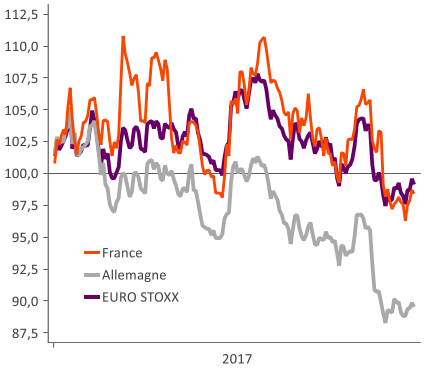
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indices bancaires européens, 01/01/17=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indices du secteur automobile, 01/01/17=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Morcellement des cycliques

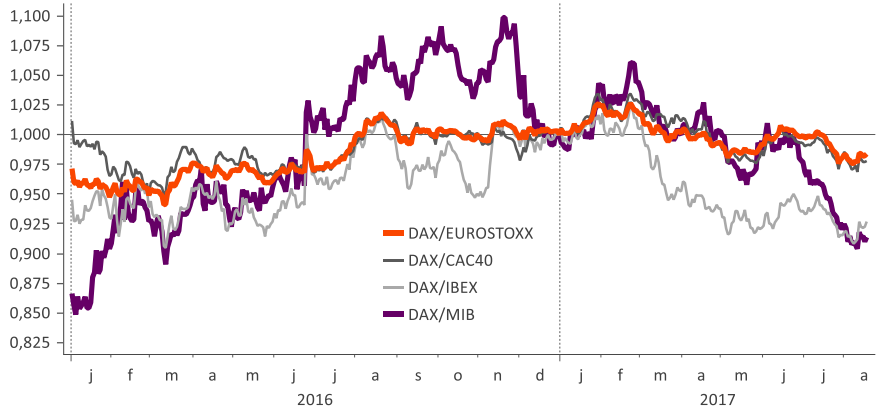
De fait, le regain d'appétit pour le cycliques s'est vu assez notablement contrarié par deux de ses principaux piliers traditionnels que sont l'énergie et matériaux de base ainsi que l'automobile.

- Les cours du pétrole n'ont guère profité, en effet, de l'amélioration du sentiment sur l'évolution de la conjoncture mondiale. Excès d'offre et doutes de plus en plus profonds à l'égard des perspectives structurelles du marché pétrolier ont maintenu les cours sous pression tout au long de l'été ce qui a incontestablement nui aux valeurs cycliques dans leur globalité.
- Les financières, qui avaient au cours des deux dernières années été entrainées dans le sillage des pétrolières, s'en sont réchappées grâce à l'amélioration des anticipations d'inflation et à la remontée des taux d'intérêt consécutive au discours de Draghi lors du sommet de Sintra de la fin juin, sans toutefois parvenir à poursuivre leur élan de début juillet, après une performance déjà exceptionnelle depuis janvier.
- Le secteur automobile a pour sa part largement contrarié les vents porteurs en faveur des cycliques avec une sous-performance marquée tout au long de la période qui, bien que prévisible, (voir à ce sujet « *Le cycle automobile a vécu. Le secteur n'est pas à l'abri d'une correction en Europe.* », HDV du 26 mai) a eu un effet de contagion marqué sur l'ensemble du marché.

Sous-performance allemande

Au-delà des explications d'ordre sectoriel, la sous-performance du marché allemand a constitué une autre caractéristique de ces derniers mois boursiers, peut-être, fondamentalement, la plus importante à un moment où le regain d'appétit pour les valeurs cycliques aurait en tout état de cause dû favoriser ce marché par rapport aux autres de la région.

Performance relative du DAX 30, 01/01/17=1

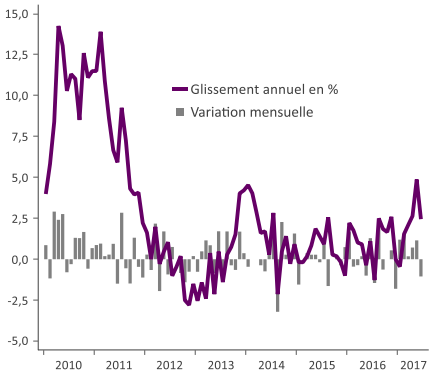


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Bien qu'en partie explicable par le regain d'intérêt pour les marchés du sud de l'Europe au fur et à mesure de l'évacuation des risques extrêmes présents jusqu'à l'hiver dernier, ce constat n'est pas sans lien avec un certain nombre d'informations récentes en provenance de l'Allemagne parmi lesquelles, en particulier, l'absence d'illustration claire des effets de l'amélioration de la dynamique internationale dans les statistiques allemandes.

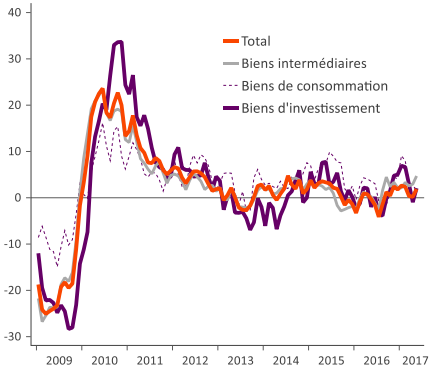
Car si la croissance allemande est indiscutablement confortable ces derniers temps, il manque ce qui a caractérisé l'économie du deuxième exportateur mondial de biens manufacturés en période de reprise internationale et régionale, à savoir : une franche amélioration de l'activité industrielle et exportatrice qui, par le passé, aurait été parmi les premiers signes précurseurs de l'amélioration de la situation globale. Au lieu de cela, la production industrielle allemande piétine, peinant à enclencher un cycle de hausse solide et durable, à l'instar des exportations dont la croissance est à peine positive, y compris pour ce qui concerne les ventes de biens d'équipement, secteur de prédilection traditionnel de l'industrie outre-Rhin.

Production industrielle en Allemagne



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

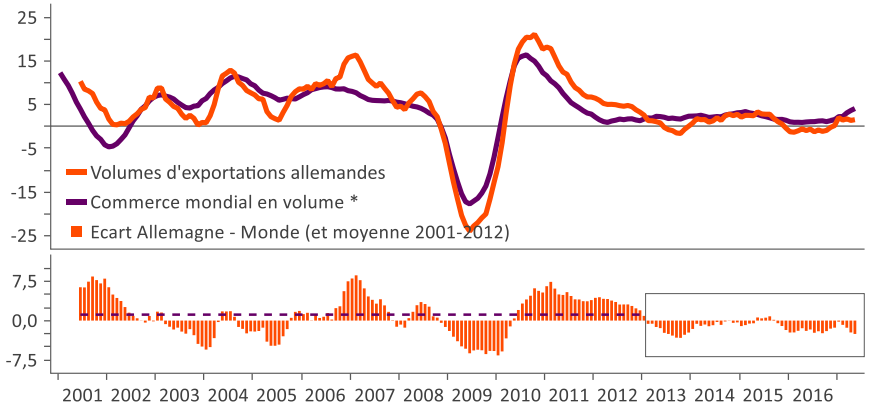
Exportations allemandes en volume, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

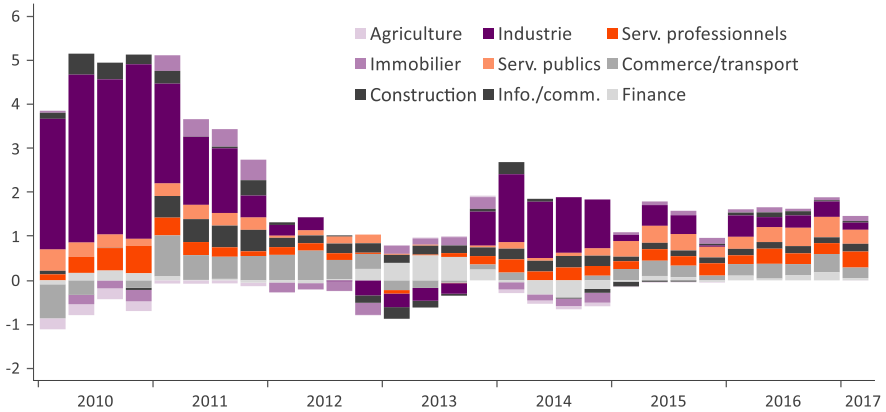
Ce constat pose un certain nombre de questions, suggérant en particulier un changement de régime de l'économie allemande qui s'est déjà traduit ces dernières années par une croissance de ses exportations inférieure à celle du commerce mondial, situation inverse à ce qui était traditionnellement observé jusqu'en 2012, période à partir de laquelle l'industrie a joué un rôle de moins en moins important dans la croissance allemande, au point de voir sa contribution quasiment disparaître au début de cette année.

Commerce mondial et exportations allemandes, volume, GA MM6, %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond * Séries CPB

Contributions à la croissance annuelle du PIB réel allemand, GA

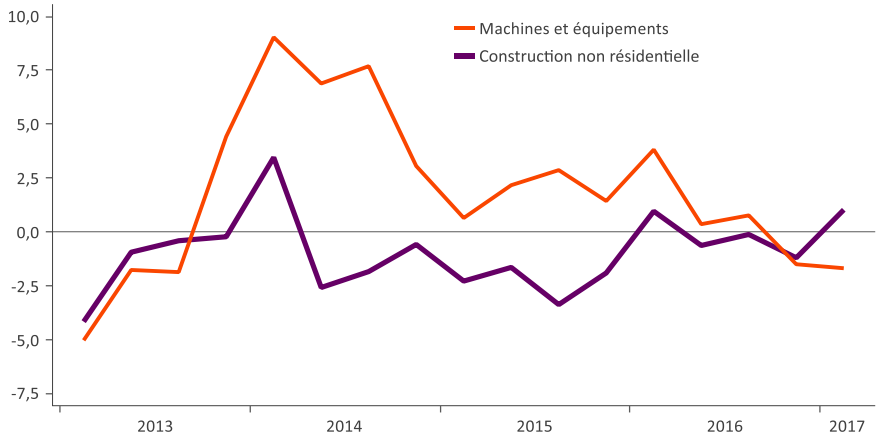


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

S'il est permis de penser que ces retards ne soient que temporaires, et donc potentiellement sans conséquence durable dès lors que la dynamique du commerce mondial retrouvera un rythme plus solide -scénario encore à confirmer-, le retard pris

par l'économie allemande en matière d'investissement productif ces derniers trimestres laisse circonspect.

Investissement privé en Allemagne, à prix constants

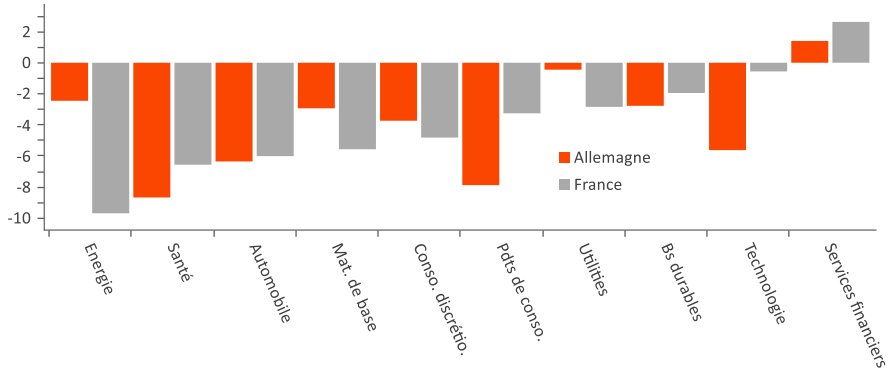


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

On comprend, somme toute, qu'il y ait là une source de déceptions potentiellement nuisibles à la performance du marché allemand, par ailleurs, sanctionné par les dossiers fâcheux du secteur automobile.

Performance des secteurs boursiers allemands et français

1er juin au 17 août 2017



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Ce tour d'horizon témoigne, au total, de bien des contraintes qui, sauf changement beaucoup plus radical de la conjoncture mondiale, risquent de se révéler durablement pénalisantes pour les marchés européens, à l'heure où, par ailleurs, l'espoir de voir les politiques reprendre le chemin de fortes initiatives de soutien à la croissance disparait à grand pas, que ce soit en Europe ou, plus encore, outre-Atlantique où D.Trump est, décidément, pieds et poings liés… Dans un contexte de rentrée qui se présente sous un jour assurément compliqué, mieux vaut sans aucun doute attendre une plus ample correction avant de penser à racheter les indices européens.

Véronique Riches-Flores,
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes
RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.
Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.
Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.
La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.
Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.
Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com