Eurostoxx - Soyons fous, ou opportunistes, un temps.

V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

9 septembre 2016

Notre relative confiance dans la tenue de l'Eurostoxx ces dernières semaines a surpris nombre de nos lecteurs. Comment justifier, en effet, ce positionnement dans le contexte présent de valorisations relativement élevées, de médiocrité des tendances économiques, au moment où les banquiers centraux sont de plus en plus clairement dans l'impasse ? Éclairage sectoriel.

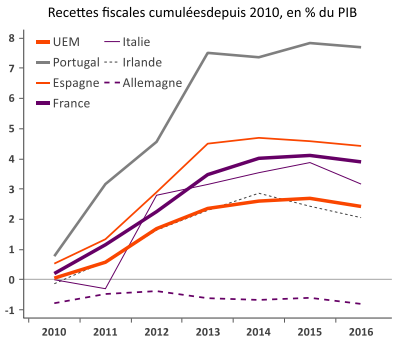
Les lignes bougent

1- Le policy-mix évolue.

Si les initiatives proprement budgétaires de soutien à la croissance sont encore ténues, il fait de moins en moins de doutes que le contexte change, en témoignent les conclusions du G20, les recommandations du FMI ou celles, encore, des banquiers centraux à travers le monde en faveur de politiques budgétaires et fiscales de soutien à la croissance. Même l'Allemagne passe le pas, Wolfgang Schaüble ayant récemment annoncé un projet de baisse de la fiscalité de 2 milliards d'euros pour 2017 suivi de 15 milliards en 2018. Les leçons du Brexit, l'évidence de l'échec des politiques de ces dernières années et un agenda électoral très dense, font simultanément bouger les lignes, quand, par ailleurs, la conscience est de plus en plus vive que l'issue à la crise en présence ne viendra pas de l'extérieur.

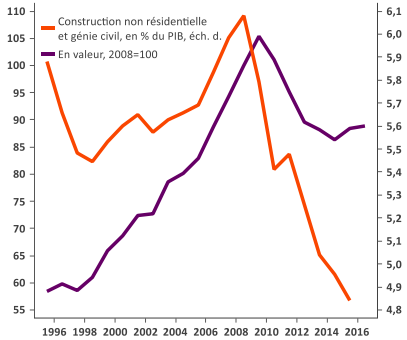
Bien qu'encore balbutiante, la réorientation du policy-mix que suggèrent ces évolutions constitue un changement de taille après des années durant lesquelles les politiques budgétaires et fiscales ont évolué en sens contraire du contexte monétaire, confisquant, en Europe notamment, toute chance d'efficacité des actions entreprises par la banque centrale.

Mesures fiscales discrétionnaires



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Investissements publics en zone euro

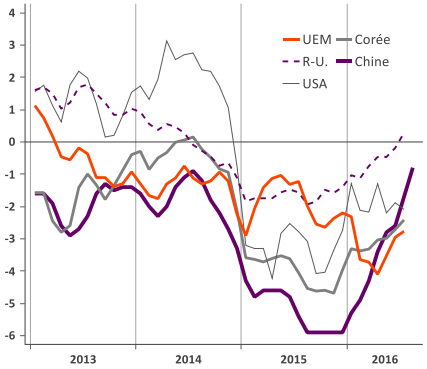


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

2- Les pressions déflationnistes s'estompent.

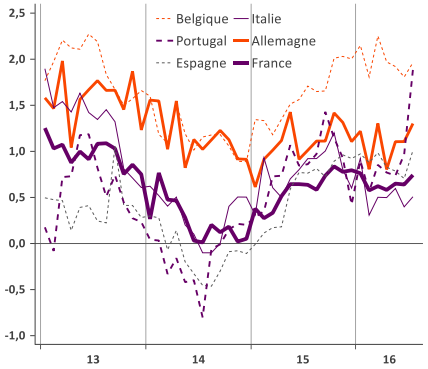
Le dépassement du point bas de l'inflation des pays industrialisés en début d'année a eu peu d'impact sur le niveau des taux d'intérêt et les anticipations d'inflation des marchés, dans un contexte de politiques monétaires toujours très accommodantes et d'incertitudes persistantes sur l'avenir conjoncturel. Sur le plan économique, ce renversement de tendance a toutefois pour effet d'atténuer les pressions sur les marges des entreprises qui s'étaient exercées ces deux dernières années et de réduire le risque de nouvelles embardées intempestives des marchés des changes. Si la possibilité d'une résurgence de pressions déflationnistes, à terme, ne peut être exclue, compte-tenu de la fragilité économique d'ensemble, l'environnement est, à ce stade, nettement moins sanctionnant qu'il ne l'a été, y compris en Europe où l'évolution des prix à la consommation semble dorénavant mieux orientée.

Croissance annuelle des prix à la production



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Inflation annuelle hors énergie et taxes

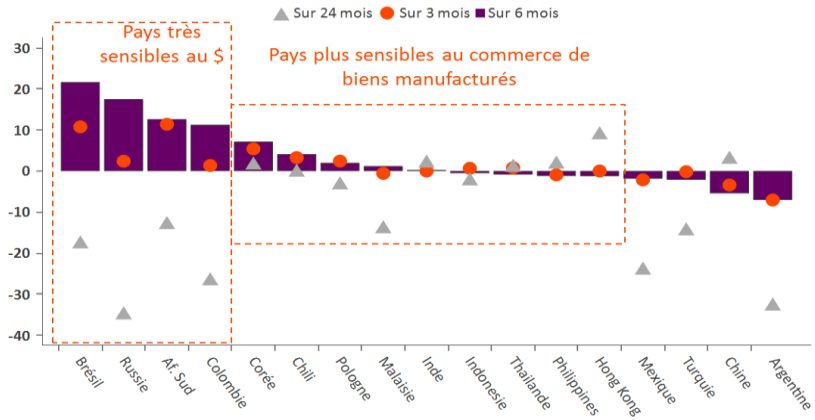


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

3- Le repli du billet vert permet de mettre à l'écart les risques imminents en provenance du monde émergent.

Les deux dernières années ont été particulièrement chaotiques dans le monde émergent, exposé à la décrue des prix des matières premières et l'inertie des échanges mondiaux. Si, sur ces deux fronts, la situation n'est pas outre mesure encourageante, elle a toutefois le mérite de se stabiliser, la dépréciation du dollar américain ayant simultanément un effet protecteur sur ces marchés.

Evolution des taux de change effectifs nominaux



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Que ces trois facteurs ne suffisent à dégager l'horizon conjoncturel est incontestable, notamment face aux incertitudes extrêmes sur la conjoncture américaine. Nous y voyons néanmoins, dans le contexte présent d'abondance de liquidités, des éléments à même de changer la donne de court terme pour un certain nombre de secteurs boursiers.

« Qui vit sans folie n'est pas si sage qu'il croit »

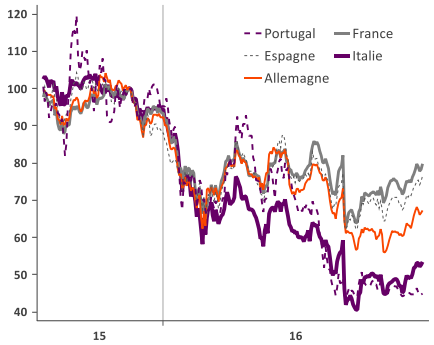
1- Respiration bancaire.

C'est, en effet, en premier lieu du côté bancaire, sujet de toutes les inquiétudes il y a très peu de temps, que les tendances de marchés pourraient surprendre le plus, alors même que de nombreux investisseurs semblent avoir capitulé sur ce sujet. Il est vrai que le dossier n'évolue guère et, qu'en la matière, la Commission européenne est, encore une fois, très décevante. Les pions bougent cependant, le Président de la BCE n'ayant pas manqué d'instiller dans son allocution post Comité de politique monétaire de cette semaine, la possibilité d'accroître aux obligations bancaires son programme d'achat de titres quand, par ailleurs, la menace de baisses supplémentaires des taux d'intérêt semble pouvoir être évacuée, pour l'instant. S'agissant du point le plus noir de ce dossier, celui des banques italiennes, on est tenté de penser que dans une logique du « *whatever it takes* », le dossier ne sera pas, quoi qu'il en soit, laissé en l'état.

Ces développements successifs expliquent vraisemblablement le regain de vigueur des valeurs du secteur de ces derniers jours, dans un contexte, par ailleurs, assagit sur le front de la courbe des taux, cette dernière ayant interrompu son mouvement d'aplatissement ravageur depuis début août.

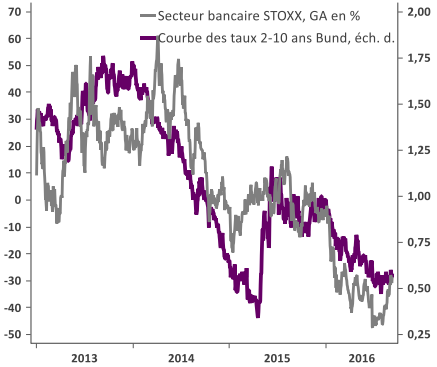
Une réappréciation de l'indice du secteur bancaire de 10 % à 15 % qui le ramènerait vers ses points hauts du printemps (niveau encore inférieur de 20 % à 30 % à ceux du dernier trimestre 2015) semble dès lors envisageable.

Indices boursiers* des banques européennes, 1er dec. 2015=100



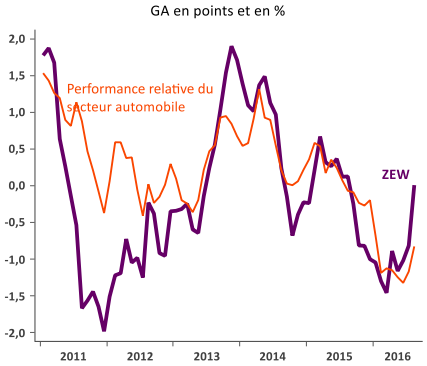
Sources : RichesFlores Research, Macrobond * Russell toutes capitalisations

UEM - secteur bancaire et courbe des taux



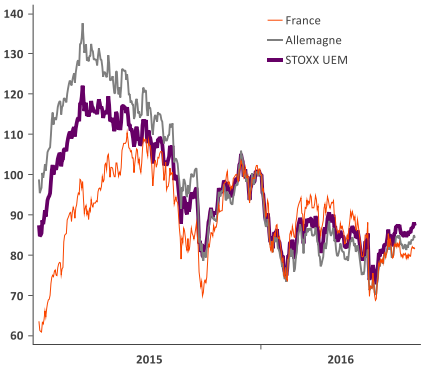
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Secteur automobile allemand et ZEW



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indices du secteur automobile, J. 2016=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

2- Coup de pouce à l'automobile

Le secteur automobile a largement pâti de la frilosité des investisseurs depuis le début de l'année, se retrouvant le plus souvent dans une situation paradoxale de très forte corrélation avec le marché pétrolier. Le vent semble tourner plus favorablement ces dernières semaines, tandis que les perspectives du monde émergent sont moins préoccupantes et que les cours du pétrole se stabilisent bon an mal an. Manquait jusqu'à présent à l'appel, le secteur bancaire dont la mauvaise santé ne pouvait pas permettre à un secteur comme celui de l'automobile de tirer profit d'un environnement moins sanctionnant, auquel s'ajoutent aujourd'hui les promesses d'allègements fiscaux, même modestes, pour 2017.

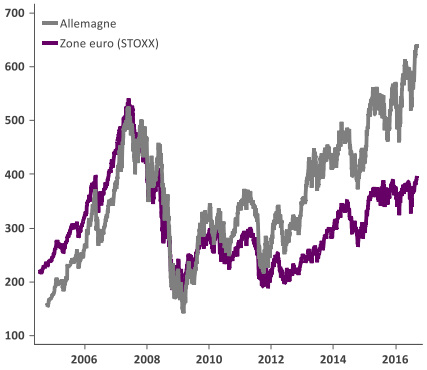
Si les valeurs du secteur ont déjà repris quelques couleurs, notre analyse suggère, là encore, un potentiel de récupération additionnel du côté des constructeurs, Allemagne y compris à en juger par un certain nombre d'indicateurs spécifiques.

3- Rattrapage de la construction hors Allemagne

Les dépenses d'infrastructures ont le vent en poupe et, au vu de l'urgence, ne seront guère sophistiquées, au grand dam de ce qu'exigeraient des politiques plus volontaires de transition environnementale accélérée. Sauf les promesses du gouvernement français avec le lancement des obligations vertes dès 2017 (pour 9 milliards d'euros), il faudra vraisemblablement plus de temps pour observer les retombées de la COP 21 sur la typologie effective des dépenses d'investissement. Les secteurs de la construction et du génie civil et, dans une moindre mesure, les utilities, ont donc tout lieu d'être les mieux exposés au changement d'orientation budgétaire européen.

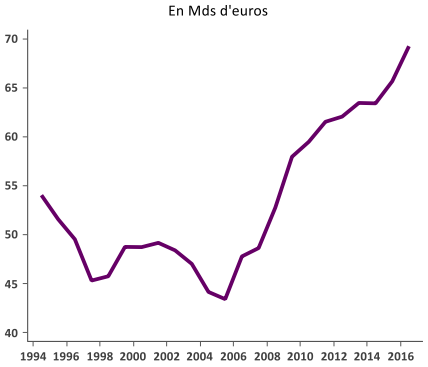
Les valeurs allemandes ont déjà largement tiré les bénéfices de l'accroissement des dépenses d'investissement public de ces dernières années Outre-Rhin et sont clairement moins attractives aujourd'hui. Restées sur le bas-côté, les valeurs du reste de la zone euro semblent aujourd'hui en mesure de tirer leur épingle du jeu en présence, ceci notamment dans le cas français.

Indices boursiers - construction



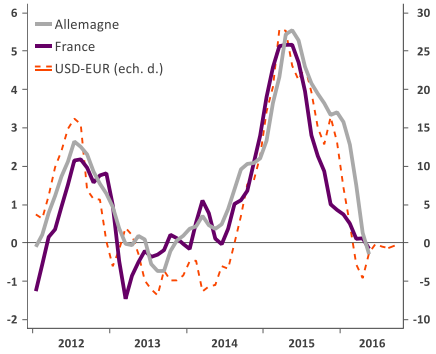
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Investissements publics en Allemagne



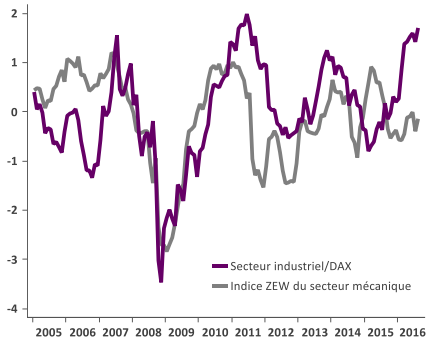
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indicateur de marges à l'exportation*, GA, %



* Prix des exportations extra-UEM/prix des exportations intra-UEM
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indice ZEW du secteur industriel et performance du secteur



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

4- Impulsion fiscale pour les services aux consommateurs.

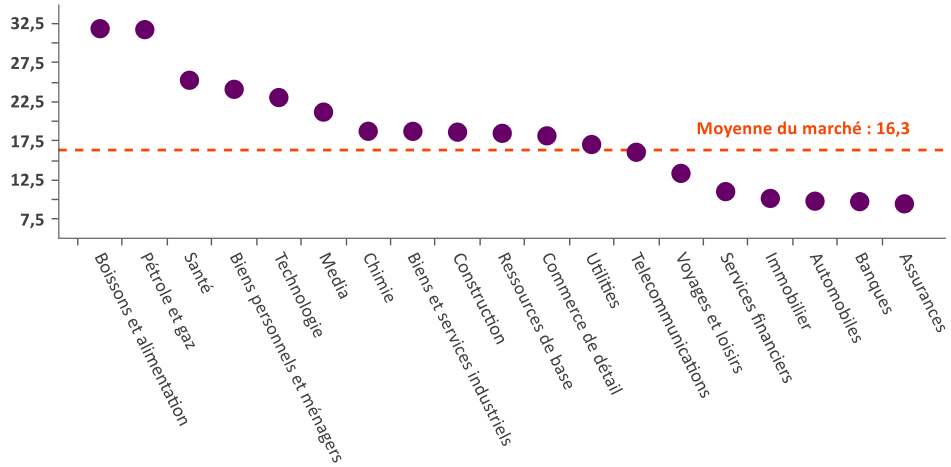
Enfin, c'est du côté des activités de services à la consommation que les gestes fiscaux semblent le plus susceptibles d'avoir quelques retombées boursières avec, de ce côté-ci, un potentiel de hausse sans doute parmi les plus élevés des secteurs exposés à la consommation.

Prudence garder…

Il est trop tôt pour imaginer que l'élan de ces quatre secteurs privilégiés puisse emporter dans son sillage l'ensemble de la cote, quand bien même, la récupération bancaire et celle que nous envisageons du côté automobile pourraient avoir un effet d'entrainement plus important qu'envisagé à ce stade. La détérioration récente de l'environnement à l'exportation, encore illustrée ce matin par la chute de 2,6 % des exportations allemandes en juillet, et les pressions sur les marges à l'exportation qu'occasionne la réappréciation du taux de change de l'euro -que notre scénario sur la FED nous incite à considérer comme persistante-, ne sont guère encourageants pour l'industrie. Ces éléments justifieraient que les secteurs traditionnellement les plus prompts à s'apprécier en période de regain d'appétit pour le risque, restent à la traine après avoir été excessivement sollicités ces derniers temps.

On l'aura compris, notre confiance est toute relative, néanmoins confortée par la faible valorisation des secteurs que notre analyse conduit à privilégier, aujourd'hui largement à la traine par rapport à leurs concurrents et plus à même, de ce fait, de profiter de l'abondance des liquidités en présence.

P/E ratio, sectoriel, STOXX



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

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