

## Dax, de la consolidation à la correction

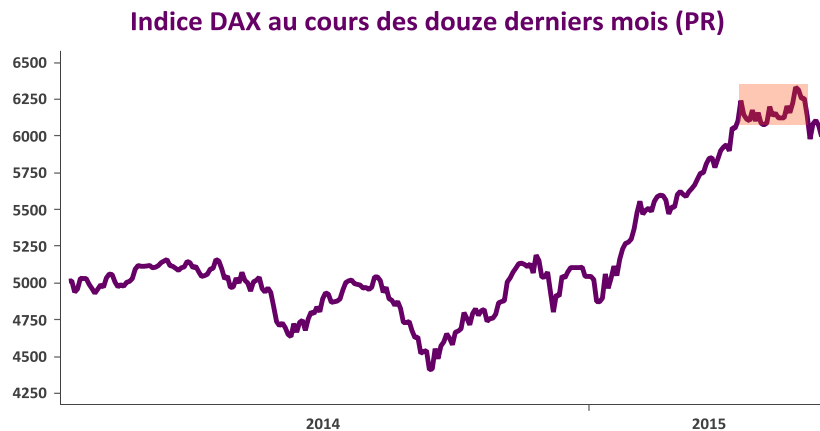


V. Riches-Flores

Depuis notre avertissement du 13 mars sur une consolidation vraisemblable du DAX, (voir « [L'indice Zew sonne-t-il la fin de la partie pour le Dax ?](#) ») l'indice phare des valeurs allemandes a d'abord fait du sur-place pendant quatre semaines autour de ses plus hauts niveaux avant d'entamer ces derniers jours une période plus chahutée au cours de laquelle il s'est replié de quelques 5%. À en juger par le *momentum* des indicateurs économiques de ces dernières semaines, le risque que la consolidation en cours se transforme en correction semble dorénavant élevé.

Retrouvez nous sur :  
[www.richesflores.com](http://www.richesflores.com)

24 avril 2015



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

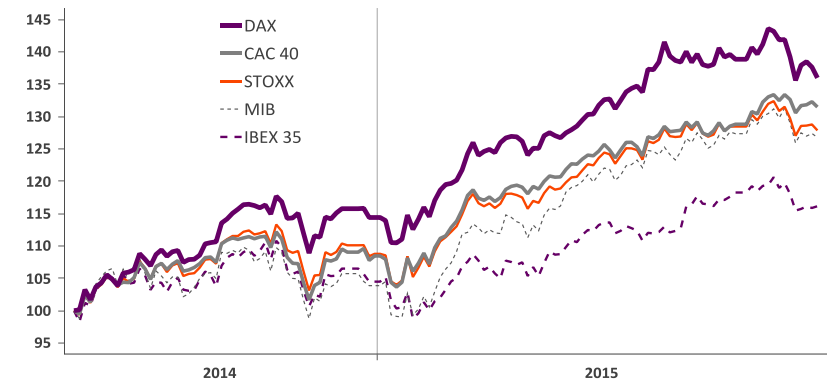
### En attente de validation des promesses

Après un début d'année en fanfare, l'environnement des marchés financiers se complique. Plusieurs raisons justifient le regain de prudence en cours.

- Les places européennes ont déjà largement intégré le changement de contexte économique depuis leurs points bas d'octobre dernier. L'indice des valeurs allemandes s'est adjugé 35 %, soit 7 % de plus que l'euro stoxx 50 ou 5 % de plus que l'indice français, notamment du fait des distorsions liées à la

chute des cours du pétrole (favorable à l'indice allemand via son soutien au secteur de la chimie et défavorable au français du fait de la représentation du secteur pétrolier dans l'indice de référence). Avec un multiple supérieur à 22 fois les bénéfices, la valorisation moyenne du marché allemand n'est pas particulièrement anormale ni plus forte que celle de ses voisins mais a déjà une belle longueur d'avance sur les développements à venir.

### Indices de références européens, 15/10/14=100

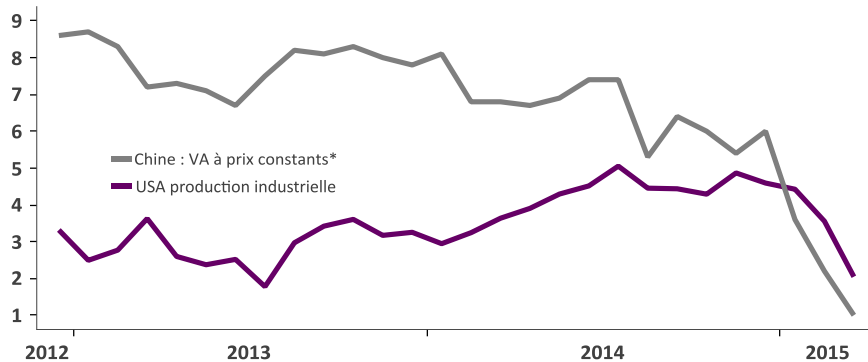


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- Les facteurs les plus porteurs d'amélioration des anticipations qui résidaient notamment dans les baisses respectives de l'euro et des cours du brut ne sont plus à l'œuvre. L'euro s'est tant bien que mal stabilisé ces dernières semaines et a plus de chance de se raffermir que l'inverse si le scénario le plus extrême d'une sortie de la Grèce de la zone euro vient à être évacué. Par ailleurs, les cours du brut de Mer du nord semblent fermement installés dans la zone de 60 \$ - 65 \$ le baril et peu sujets à un renouveau de pressions baissières tant que continuent à se dissiper les inquiétudes déflationnistes à l'échelle mondiale.

• Enfin, et surtout, les incertitudes sur les débouchés de la reprise actuelle perdurent. Si, sur le plan domestique les choses se déroulent comme rarement en Allemagne, grâce à un vif rebond de la consommation des ménages, l'environnement extérieur n'est toujours pas en mesure de relayer la croissance du secteur industriel. La détérioration persistante des situations chinoise et américaine et ses implications sur la demande internationale sont une épine dans le pied de la reprise allemande qui ne tardera pas à apparaître dans les résultats des entreprises. On notera à ce titre la prudence des prévisions officielles publiées cette semaine qui, malgré une révision de 1,5 % à 1,8 % des prévisions pour cette année n'envisagent pas d'accélération de la croissance allemande l'an prochain.

### Production industrielle aux États-Unis et en Chine, GA en %



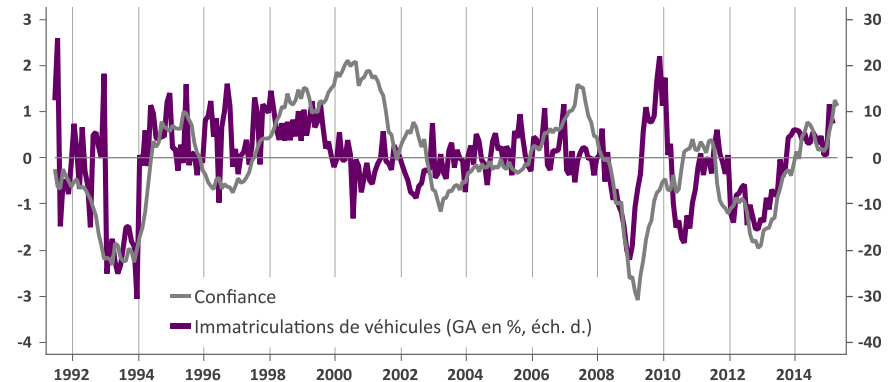
Sources : RichesFlores Research, Macrobond  
\* calculs RFR sur la base des prix à la production

### S'alléger des valeurs allemandes

L'ensemble suggère d'aller un peu plus loin que suggéré il y a un mois dans le délestage des valeurs allemandes, en vendant notamment :

• **Le secteur automobile** jusqu'alors privilégié par notre analyse (voir « [Consolidation du Dax, les suggestions sectorielles du ZEW](#) ») mais dont le cycle de hausse pourrait devenir plus laborieux le rythme de croisière des immatriculations automobiles en Europe étant quasiment atteint quand, par ailleurs, le marché chinois commence à s'essouffler.

### Confiance des consommateurs et immatriculations en zone euro



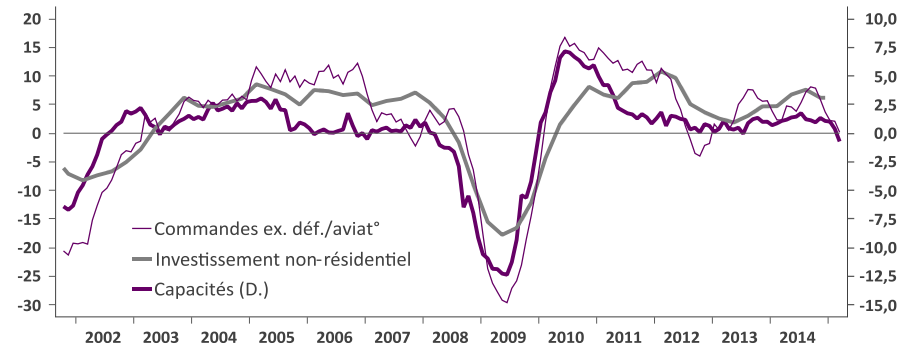
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

• **Le secteur de la chimie**, exposé au raffermissement des cours du pétrole et à la faible croissance de la demande industrielle mondiale.

• **Le secteur industriel** dans un contexte de faiblesse persistante de la demande de biens d'investissement et de tarissement du cycle d'investissement américain

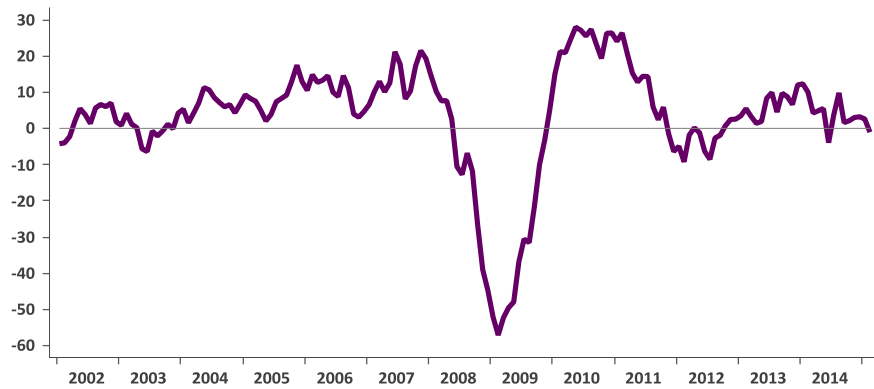
### Indicateurs de l'investissement aux États-Unis

GA en % ou en pts (TUC), MM3



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

### Commandes allemandes de biens d'équipement à l'exportation, GA



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- **L'assurance** dont la performance récente, nous l'avons dit, nous semble beaucoup trop largement déconnectée d'un environnement de taux d'intérêt négatifs
- **Les bancaires** dont le redressement de ces dernières semaines a laissé de côté le contexte très défavorable d'aplatissement de la courbe des taux au profit de l'amélioration escomptée des résultats des activités de banques d'investissement, dorénavant plus difficiles à assurer

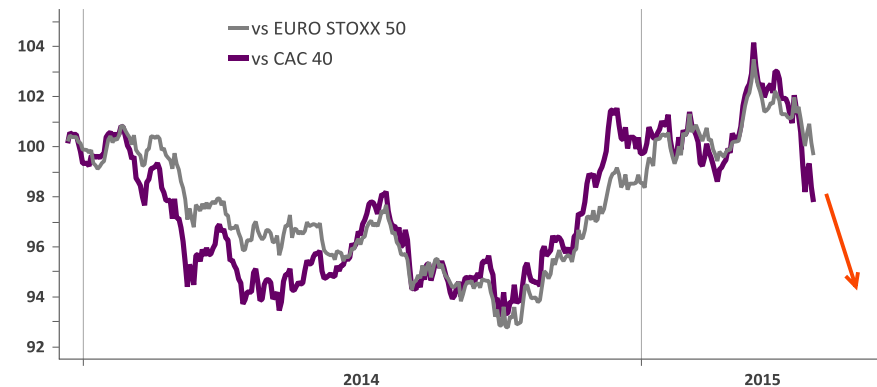
En somme l'essentiel du marché allemand aux exceptions près :

- des secteurs de la construction et du commerce de détail jusqu'alors plutôt délaissés et pour lesquels la bonne tenue des perspectives domestiques peut encore apporter de bonnes surprises.

- Des valeurs technologiques, dont la performance est restée inférieure à celle du marché et pourrait être tirée par le regain d'intérêt généralisé pour le secteur.
- Les utilities dont l'extrême sous performance de ces derniers mois semble tirer à sa fin.

La sous-performance du marché allemand par rapport au français est donc, non seulement, amenée à durer mais, vraisemblablement, à s'accroître, ce dernier étant relativement protégé des facteurs exogènes cycliques et, par ailleurs, d'être soutenue par les réformes aujourd'hui mises en place par le gouvernement.

### Performance relative du DAX, janvier 2014=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

**Véronique Riches-Flores**  
[contact@richesflores.com](mailto: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. **Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).**

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](mailto:contact@richesflores.com)