RICHES FLORES RESEARCH

GLOBAL MACRO & THEMATIC INDEPENDENT RESEARCH

Quel potentiel de hausse pour l'eurostoxx sans les bancaires, ni les industrielles, les pétrolières ou l'automobile ?

V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

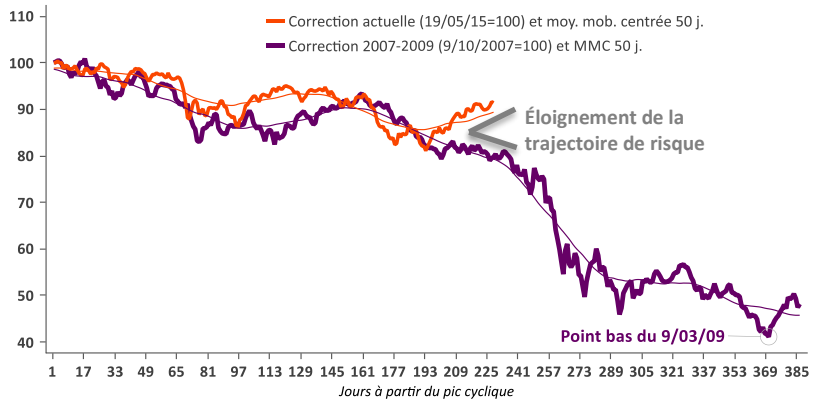
1er avril 2016

Les objectifs que nous nous étions fixés en juin dernier sur les indices européens (voir à ce sujet « *Game Over* », 18 juin 2015) ayant pour la plupart été atteints courant février, qu'envisager dorénavant ? Alors que la BCE déploie de nouveaux moyens de soutien monétaire, que Janet Yellen a écarté l'éventualité d'une hausse imminente de ses taux d'intérêt, que les cours du pétrole sont inférieurs de 38 % à ce qu'ils étaient il y a neuf mois et que le marché américain -ce n'était pas prévu- est à deux doigts de ses records historiques, l'horizon est-il plus encourageant ? Il faudrait pour cela que les grands secteurs de la cote européenne soient un tant soit peu attractifs. Or, sur ce dernier point, force est de constater que le compte n'y est pas. Des bancaires, aux industrielles, en passant par les pétrolières, voire l'automobile, aucun des poids lourds du marché européen ne promet d'être au rendez-vous des conditions nécessaires pour assurer une reprise pérenne du marché. Difficile dans de telles conditions d'être particulièrement confiant quant à l'issue de la consolidation en cours.

Un environnement moins anxiogène mais toujours à risque

Les développements récents du côté des banques centrales ont été efficaces, permettant de stabiliser le marché mondial tout en offrant aux indices américains un nouveau souffle. À 2060 points fin mars, l'indice S&P 500 est inférieur de 3,3 % seulement à son record historique de 2131 points du 21 mai dernier ! Au niveau mondial, ces changements d'orientation monétaire accompagnés d'un rebond des cours du pétrole, ont permis de déconnecter la trajectoire boursière de celle du précédent cycle de correction, avec pour bénéfice d'éloigner le risque d'un emballement à la baisse redouté par une trop longue période de déprime. Cette nouvelle configuration permet d'appréhender l'environnement financier sous un jour moins anxieux, justifiant les changements apportés à notre allocation d'actifs, redevenue à brève échéance un tant soit peu plus exposée (voir la *mise à jour de notre scénario*).

Correction actuelle du MSCI monde comparée à celle de 2007-2009



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

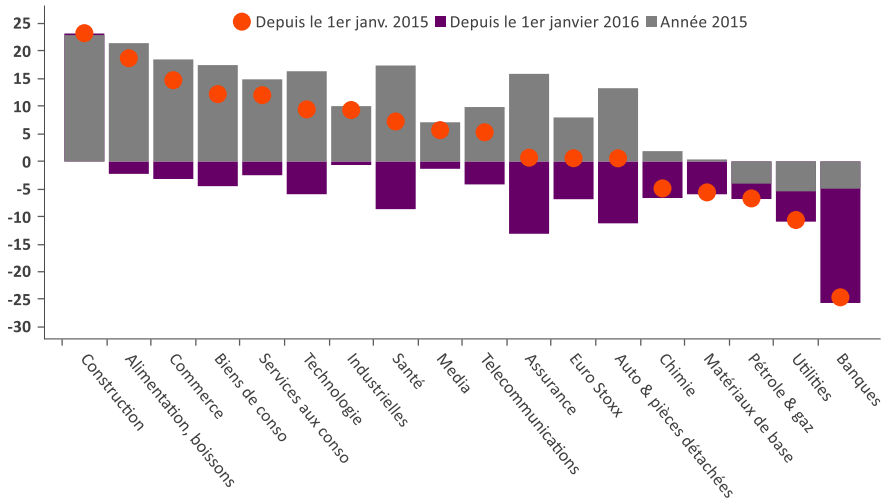
Cet ajustement a toutefois plus à voir avec une approche tactique qu'avec un changement fondamental de notre analyse. Comme indiqué la semaine dernière, nous restons sur le « qui vive », prêts à tout moment à revenir en mode protection absolue. Trois arguments justifient cette approche :

1. Les perspectives de l'économie mondiale, encore largement préoccupantes, entachées d'une faiblesse généralisée de la croissance de la productivité, de l'investissement et des échanges.
2. L'économie américaine, à bout de souffle, exposée à la baisse des résultats des entreprises sur fond de remontée des salaires, susceptibles de mettre à tout moment la Fed dans un corner.
3. Enfin, l'absence de soutien en provenance des secteurs-clés du marché européen dont on voit mal lequel pourrait assurer la relève nécessaire pour alimenter un rebond des indices. C'est sur ce dernier point que nous nous arrêtons aujourd'hui.

Le soutien des secteurs domestiques s'essouffle

Si, dans un contexte de reprise de la consommation, les secteurs domestiques à l'abri des turbulences mondiales, ont pleinement joué leur rôle de contrepoids face aux segments les plus exposés de la cote européenne ces derniers trimestres, le mouvement est incontestablement fatigué aujourd'hui. Depuis le début de l'année, seule la construction parvient à tirer son épingle d'un jeu boursier éminemment malmené dans lequel même les secteurs l'an dernier privilégiés ne parviennent à trouver leur place : le commerce, les services aux consommateurs, la technologie, la santé, et l'assurance, sont en retrait depuis le 1er janvier.

Performance des principaux secteurs de l'euro stoxx

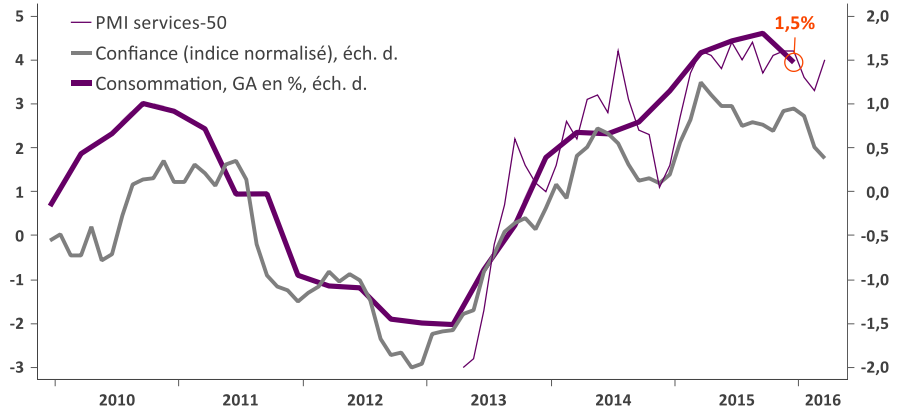


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Ce mouvement n'est guère surprenant alors que les effets les plus bénéfiques de la chute des cours du pétrole sur la demande domestique semblent pour l'essentiel derrière nous. Sans doute faudra-t-il avoir une meilleure visibilité sur les développements conjoncturels en cours pour redonner à ces secteurs un nouvel attrait. À ce stade, en effet, les déceptions l'emportent. Si les données françaises de consommation ont été particulièrement bonnes en début d'année, les interrogations sur la poursuite de ce mouvement sont encore nombreuses quand les déceptions en provenance d'Allemagne ont clairement fragilisé le sentiment sur les perspectives de consommation pour la zone euro.

Il y a donc probablement peu à attendre de ces secteurs refuges à brève échéance au vu de valorisations, par ailleurs, souvent tendues.

Confiance des ménages, consommation et PMI services en zone euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les segments du marché dont les valorisations pourraient être attrayantes, compte-tenu notamment des fortes corrections enregistrées ces derniers temps, ne sont guère plus attractifs. Revenons sur les principaux d'entre eux.

Les bancaires, n'ont pas le vent en poupe.

La réaction des valeurs bancaires aux mesures annoncées par le Président de la BCE, Mario Draghi, le 10 mars, n'est guère convaincante et il n'est pas exclu que, malgré ces nouvelles dispositions, le secteur connaisse de nouveaux jours compliqués.

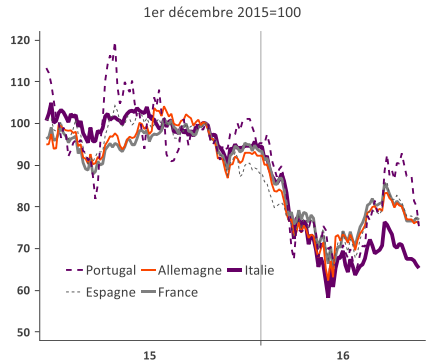
Plusieurs raisons justifient cette méfiance.

1- Le contexte présent de bas taux d'intérêt ou, selon, de taux négatifs, est assurément au cœur de cette appréciation. D'un impact immédiat sur les marges des banques, cet environnement, a priori durable, n'est guère compensable par des liquidités abondantes que la BCE se propose de mettre à disposition des établissements bancaires à travers son nouveau programme de TLTRO.

2- La bonne tenue des activités de banque d'investissement qui a permis d'estomper les maigres résultats de leur activité traditionnelle, n'est plus au rendez-vous. Il s'agit pour de nombreux établissements d'une source de déception

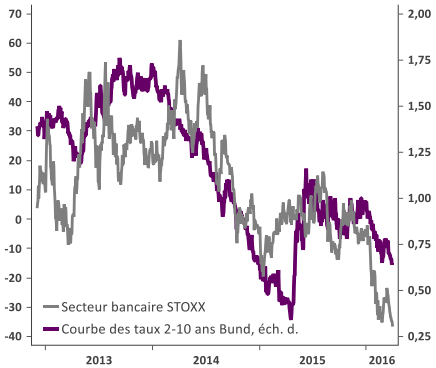
importante encore à venir compte-tenu du contexte en présence sur les marchés financiers européens.

Indices boursiers* des banques européennes



Sources : RichesFlores Research, Macrobond * Russuel toutes capitalisations

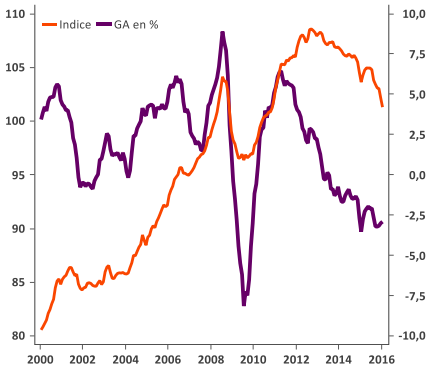
UEM - secteur bancaire et courbe des taux



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

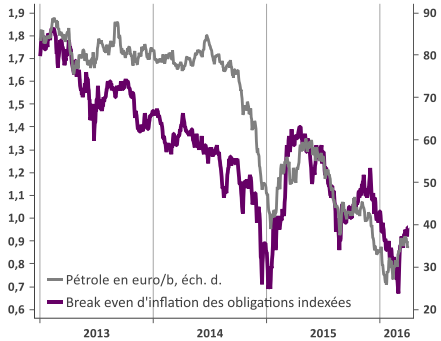
3- Enfin, l'expérience nipponne est là pour nous le rappeler, la déflation n'est guère favorable aux banques. Il faudra donc que le paysage inflationniste s'améliore, autrement dit que les prix du pétrole, l'euro et l'activité manufacturière se stabilisent, au minimum, avant que ce secteur redevienne attrayant …

Prix à la production domestiques



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Anticipations d'inflation implicite et cours du pétrole en zone euro



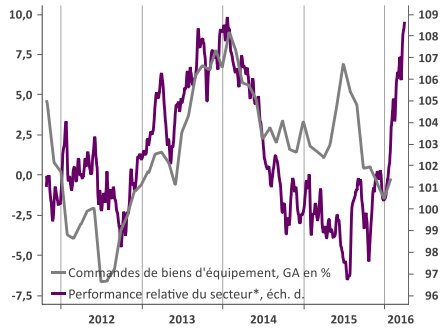
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les valeurs industrielles sont largement surpayées

La bonne tenue des valeurs industrielles tout au long de l'an dernier et leur surperformance persistante depuis le début de l'année n'est guère en phase avec ce que suggère l'environnement économique international de ces derniers temps. Sans doute soutenues par les retombées positives attendues de la baisse des prix du pétrole -en termes de coûts- et de la baisse de l'euro -en termes de marges-, les valeurs du secteur semblent, dans leur ensemble, surachetées. Non seulement les tendances mondiales de la demande de biens d'équipement sont loin de valider l'optimisme en place mais l'évolution récente du taux de change de l'euro va aujourd'hui largement à l'encontre du secteur très fortement exposé à l'exportation.

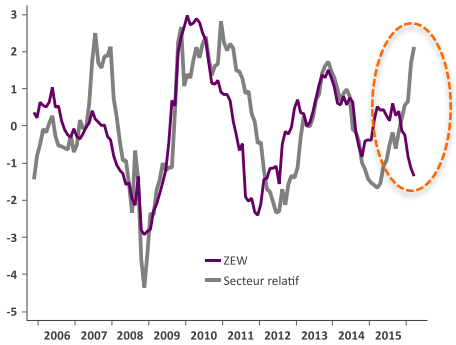
Ces contradictions s'expriment dans une divergence exceptionnelle de la performance du secteur par rapport à de nombreux indicateurs, dont récemment l'indice ZEW, qui renforce notre prudence à l'égard de ces valeurs, largement représentées sur le marché allemand.

Performance du secteur des biens d'équipement et commandes allemandes



Sources : RichesFlores Research, Macrobond
* 1er jan. 2015=100, MSCI cap. gds/MSCI, UEM

Indice ZEW du climat dans l'industrie et performance du secteur



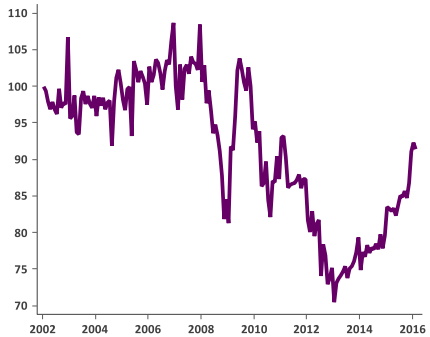
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'automobile ne parvient pas à tirer profit de la chute des cours du pétrole

Le secteur automobile, potentiellement le mieux placé pour bénéficier d'un environnement de faible prix des matières premières, n'a guère été protégé par les turbulences de ces derniers mois. Malgré des ventes record à l'échelle mondiale, en progression d'environ 10 % l'an ces derniers mois, et un rebond inespéré des ventes européennes, le secteur a largement souffert de la détérioration des perspectives

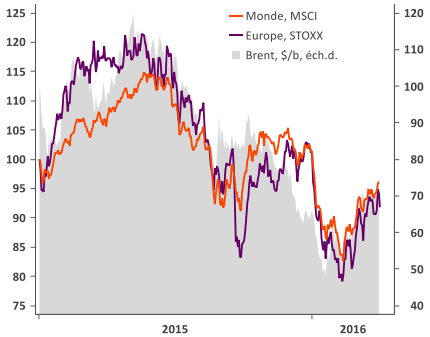
internationales et de l'aversion au risque, ne parvenant à se distancer du marché pétrolier avec lequel il affiche depuis le milieu de l'année dernière une corrélation solidement positive, au lieu de l'inverse.

Immatriculations automobiles en zone euro, Jan. 2007=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Secteur automobile en bourse et cours du brut, 01/01/2015=100



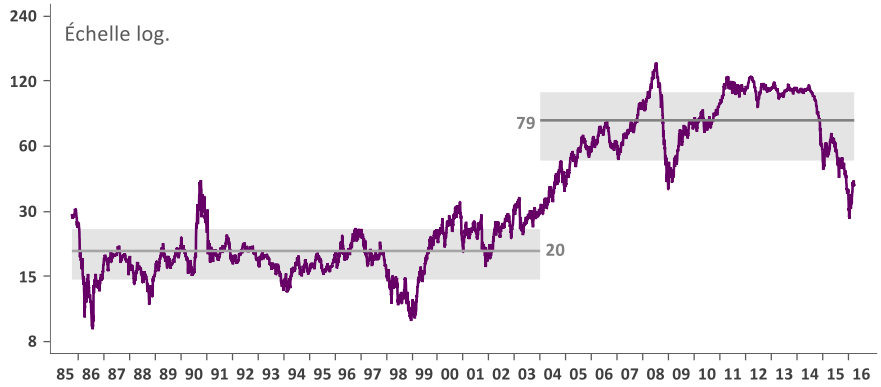
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Malgré une sous valorisation flagrante, ce secteur reste soumis aux aléas des cours du pétrole dont on peine à envisager qu'ils puissent continuer sur la lancée de ces dernières semaines.

Une difficile stabilisation des cours du pétrole

Les évolutions de cours du pétrole risquent, en effet, d'être durablement sous pression. Au-delà de la rigidité de la position saoudienne, dont on voit mal comment elle pourrait s'assouplir sans concessions des autres producteurs, les perspectives structurelles de demande sont amplement impactées par la détérioration du contexte économique des pays émergents, chinois en particulier. Si le risque assorti aux prévisions dans ce domaine est particulièrement élevé, nous continuons à privilégier, à terme, un scénario de retombée des cours du pétrole avant la fin de l'année dans la zone de prix qui prévalait avant 2004.

Cours du brent de mer du Nord, $/baril



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Ces prévisions entretiennent largement notre réserve à l'égard des marchés mondiaux, et, à bien des égards, notre sentiment sur les perspectives de bon nombre de secteurs boursiers, de sorte, on l'aura compris, de laisser peu d'espoirs de rebond au marché européen malgré sa correction de 23 % depuis son point haut d'avril 2015. L'euro stoxx 50 pourrait ainsi rester durablement plombé aux alentours de ses niveaux récents de 3000 points.

Euro Stoxx 50 depuis le 1er avril 2015

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