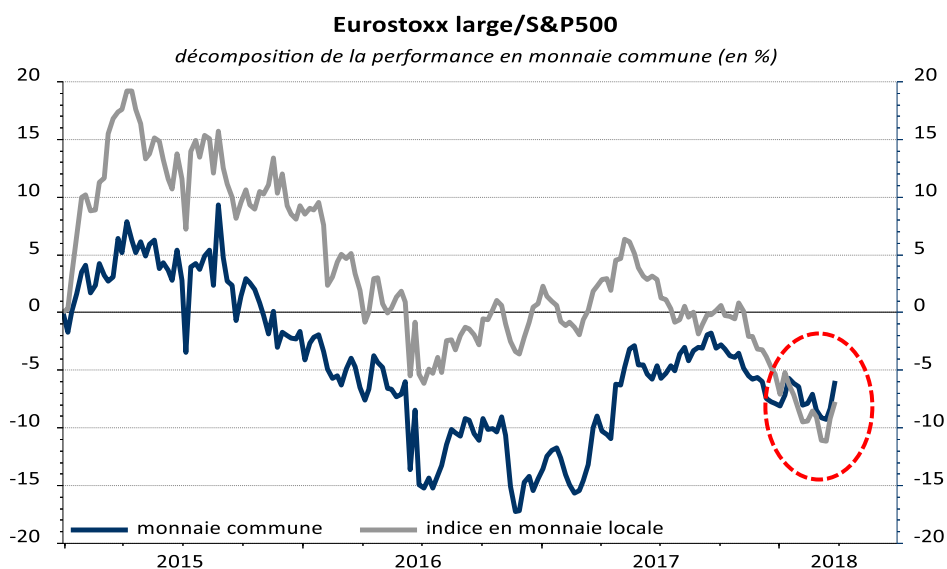




LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire 3 avril 2018 La sur performance du marché européen enfin ?

Depuis juillet 2016, l'Eurostoxx sur performe le S&P 500 en euros de 11,7%¹. Mais on sait que cela est passé par une longue phase de sous performance de 8,2% de septembre dernier au début mars 2018². Depuis le 9 mars dernier, l'Eurostoxx sur performe à nouveau (+ 3,3%). S'agit-il d'un nouveau renversement de tendance, c'est-à-dire à un retour à la tendance longue depuis l'été 2016 ? Pour répondre à cette question, nous avons besoin de revenir sur les vecteurs de performance relative des 2 marchés.



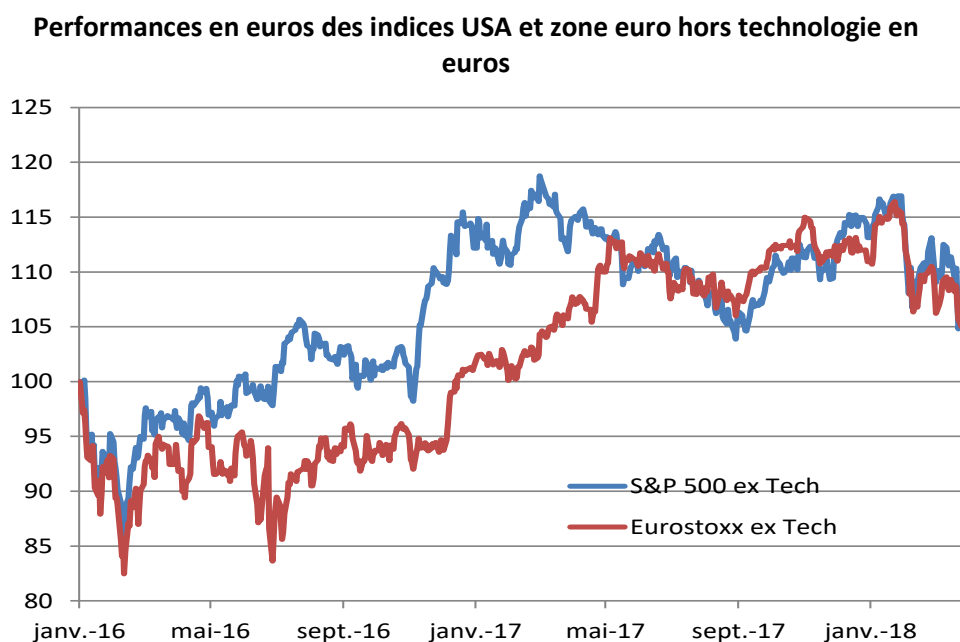
2 facteurs ont nettement joué dans la sur performance américaine des 6 derniers mois, la réforme fiscale et le poids relatif de la tech.

Le catalyseur de la réforme fiscale a été selon nous la publication du « Big 6 » en fin septembre 2017 qui a crédibilisé la mise en œuvre de la baisse du taux d'IS, comme nous l'avions précisé dans une

¹ Nous raisonnons en euros tout au long de la chronique.

² Nous sommes restés sur pondérés sur les actions européennes en euros et en allocation stratégique (6 mois/un an) depuis novembre 2016. Nous avons au contraire joué la sur pondération du marché américain an allocation tactique (tableaux de bord, horizon un mois) de octobre 2017 à mars 2018.

chronique hebdo à l'époque³. Le poids de la tech (25% du S&P 500 vs 7% dans l'Eurostoxx) a également joué un rôle significatif. Hors tech, les performances en euros sont en effet parfaitement comparables depuis un peu moins d'un an (voir graph ci-dessous).

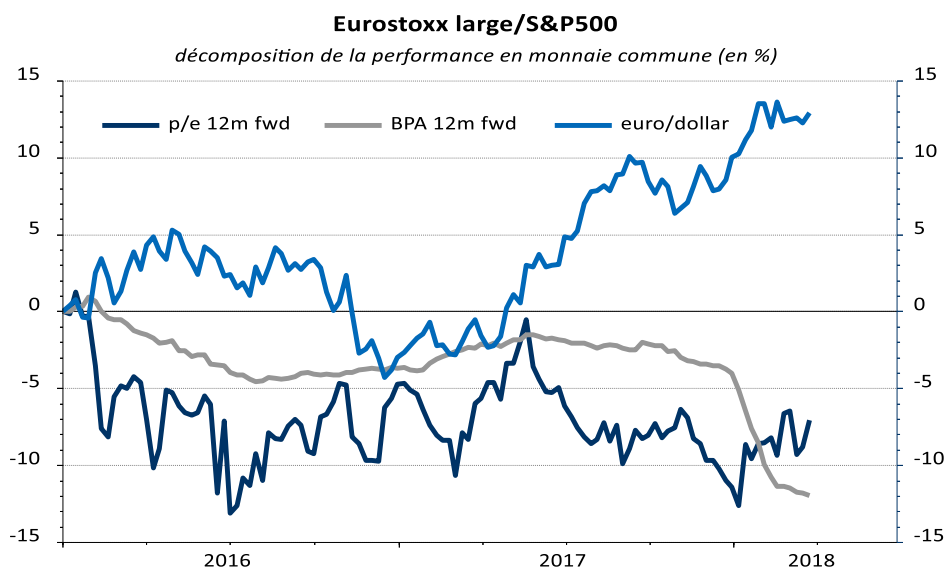


Source: Datastream, Les Cahiers Verts

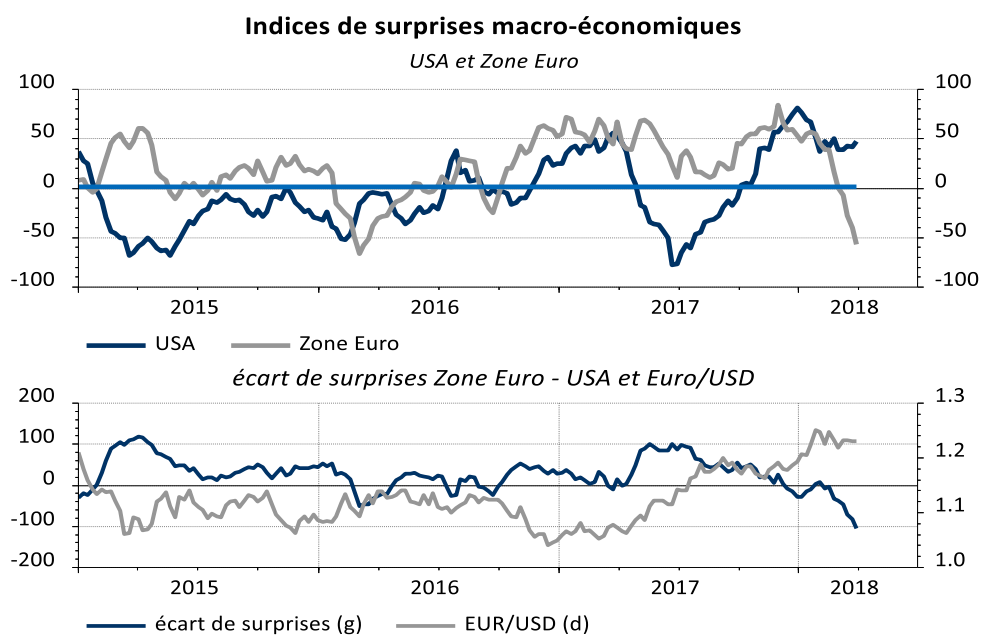
Tout cela a participé au derating relatif des indices européens par rapport aux USA jusqu'à fin 2017. Ce n'est que depuis le début 2018 que les révisions de résultats pour 2018 se sont faites aux USA (en dollars) et elles ont été massives, sur la base notamment de changements de la corporate guidance.

On est ainsi passé en 2 mois d'une hausse prévue des résultats de 12 à 19% pour l'année en cours, alors que rien n'a bougé sur les prévisions de BPA européens (hausse de 10%). C'est pourquoi l'écart de P/E fwd relatif est remonté depuis 3 mois. Dans le même temps, l'euro-dollar est resté assez stable.

³ Chronique du 22/10/2017 : « L'évènement potentiellement le plus important pour le marché actions d'ici la fin de l'année : la réforme fiscale américaine ».



La sur performance relative du marché américain sur le marché européen a pu ainsi se poursuivre jusqu'au 9 mars. Ajoutons que la macro n'a pas particulièrement aidé l'Europe, puisque les surprises macro relatives se sont dégradées par rapport aux Etats-Unis ces derniers mois (voir graph ci-dessous).



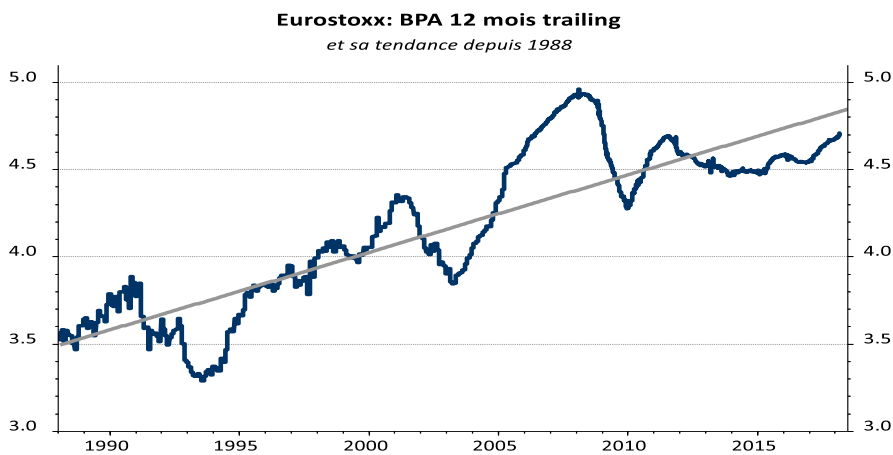
Quid de la suite ?

Nous pensons que la réforme fiscale est désormais complètement intégrée. La tech présente par ailleurs désormais un « risque » spécifique depuis Cambridge Analytica (révélée le 17 mars) ; risque du modèle économique et/ou de la supervision des acteurs utilisateurs de la Big Data.

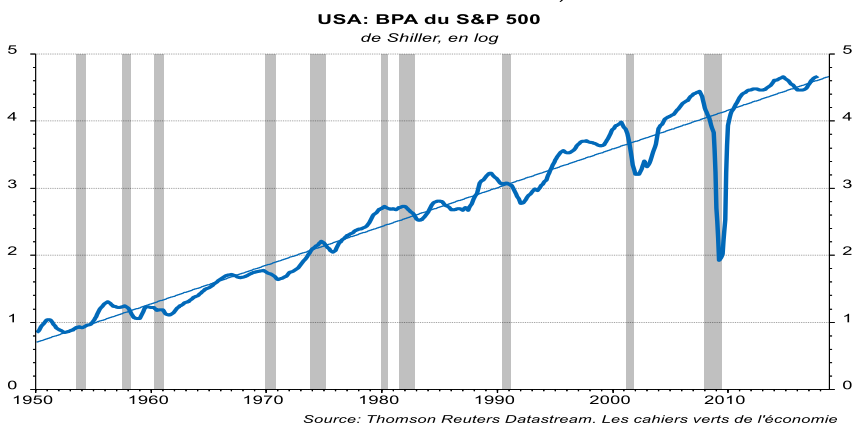
Sur la macro, nous pensons qu'il y a un (petit) potentiel de révision à la hausse des prévisions de croissance de la zone euro (consensus forecast à 2,4% cette année) et qu'il y a un léger potentiel de révision à la baisse pour les USA (consensus forecast à 2,8% cette année).

Parallèlement, le discount de valorisation du marché européen reste très attractif par rapport au marché américain (même si cela s'explique en partie par le poids plus important des financières en Europe) : 6% pour le P/E fwd un an, 13% pour le P/E trailing, 20% pour le P/E Shiller.

Rappelons aussi de façon connexe le potentiel de rattrapage des BPA par rapport aux BPA américains. Les BPA européens restent 13% en dessous de la tendance longue, alors que les BPA américains sont juste au-dessus (cf. graphes ci-dessous).

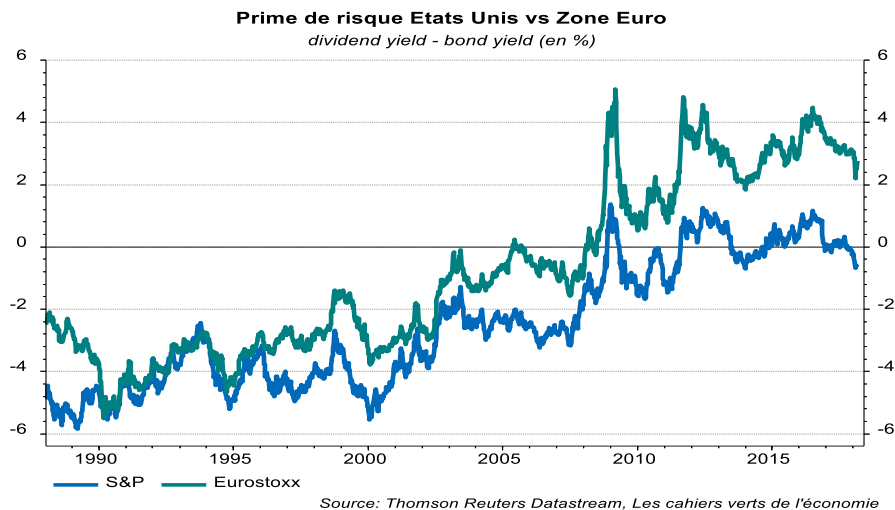


Source: Thomson Reuters Datastream, Les cahiers verts de l'économie



Source: Thomson Reuters Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Mentionnons enfin que la prime de risque relative entre l'Europe et les États-Unis reste pratiquement au même niveau qu'au moment de la crise de la dette souveraine de 2010-12 (voir graph ci-dessous). Bref, que le marché actions n'a pratiquement intégré aucun rerating politique et économique en relatif aux États-Unis.



Nous ne nions pas que le marché américain va prochainement bénéficier de supports spécifiques (croissance des bénéficiaires à 2 chiffres au T1, fort momentum de rachats d'actions, ...), mais nous pensons qu'il faut, pour les raisons mentionnées ci-dessus, conserver une sur pondération stratégique sur le marché européen.

**Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie).
Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.**