



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire

3 mars 2023

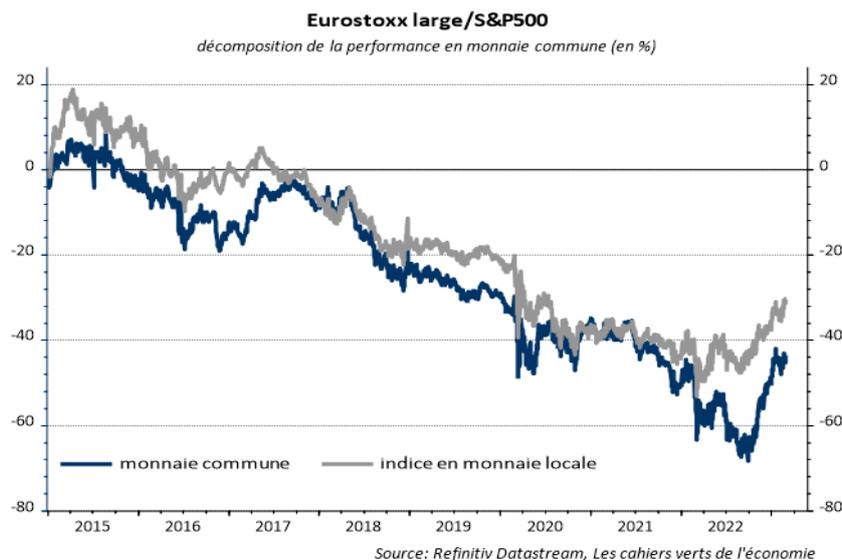
La surperformance du marché européen sur le marché américain va-t-elle se poursuivre ?

Désolé mais notre réponse est négative.

Cette assertion exprime probablement pour partie un « biais » stratégique de notre part en faveur du marché américain que nous avons souvent exprimé depuis 2009. Sachant que depuis environ 40 ans (c'est-à-dire depuis que les marchés sont fortement corrélés), le marché américain sur performe structurellement le marché européen. Les phases de surperformance de l'Eurostoxx sont en effet rares, même si elles peuvent être puissantes.

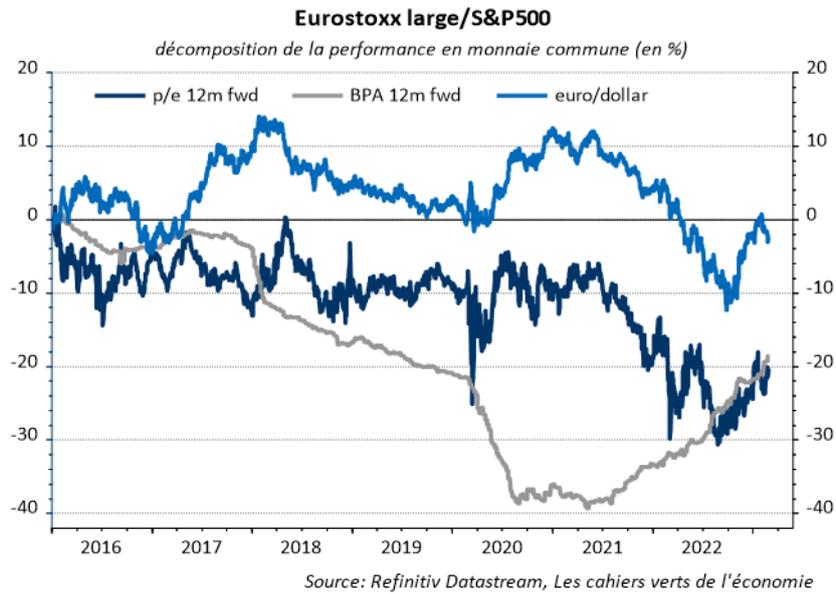
Sur les derniers mois, notre allocation stratégique ne contenait pas de sur pondération du marché européen, au contraire, même si nous avons exprimé notre préférence au sein de l'Europe sur le marché italien, ce qui s'est révélé pertinent.

La forte surperformance des actions européennes (Eurostoxx large) depuis septembre est relativement impressionnante. Elle s'est effectuée tant en monnaie locale que commune (cf. graphique ci-dessous).

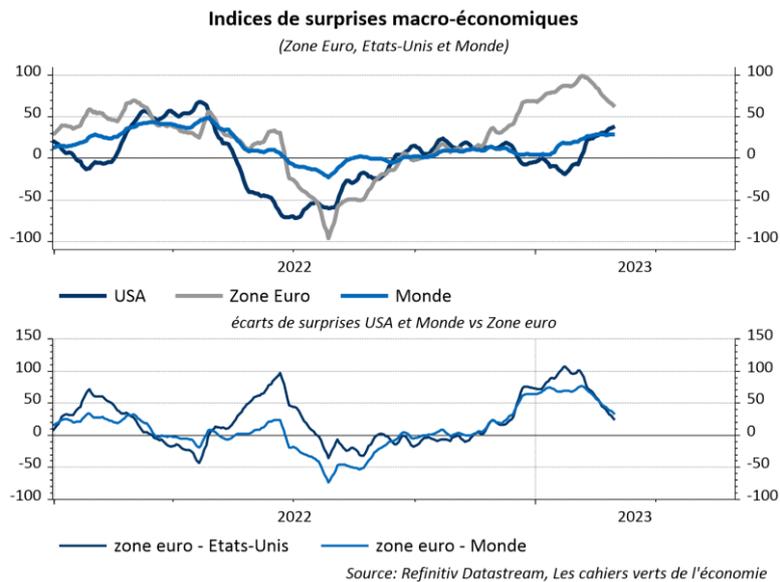


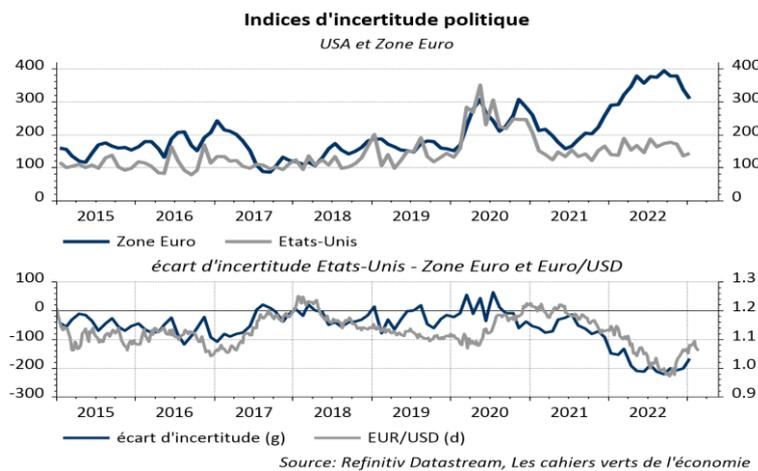
En devise locale, l'EuroStoxx surperforme le S&P500 de près de 19% depuis le 1er septembre ; la surperformance est encore plus marquée en euros (25%) en raison de l'appréciation de l'euro sur la

période. Et cette sur performance reflète à la fois une hausse des P/E relatifs, des BPA relatifs et de l'euro vs dollar (cf. graphique ci-dessous).

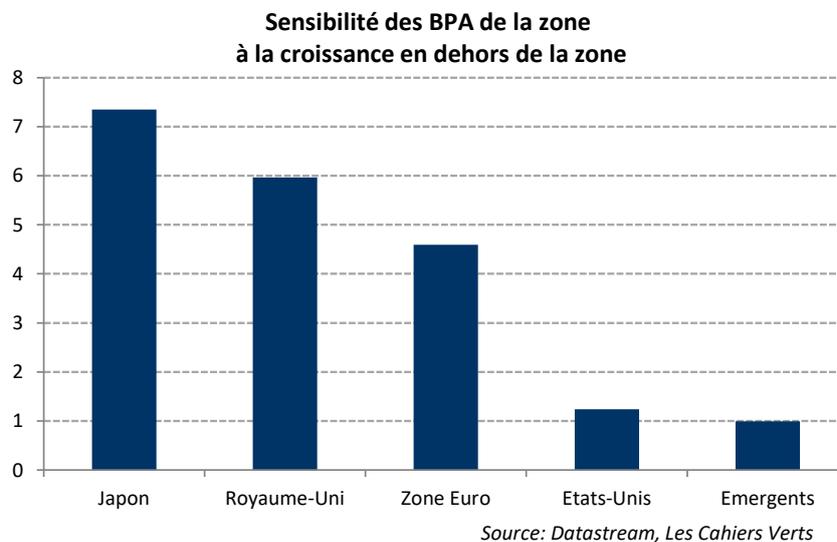


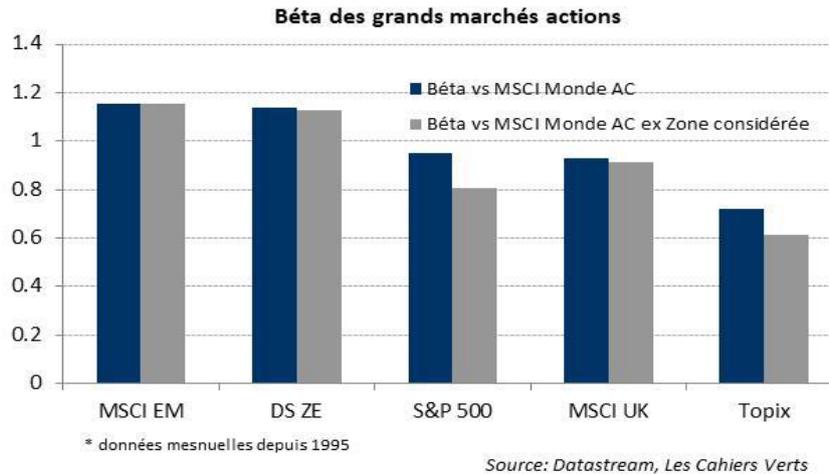
Revenons sur les fondements macro de la surperformance : une hausse relative des surprises macro réelles avec la baisse du risque de récession en zone euro, un recul un peu plus marqué des surprises d'inflation que les Etats-Unis et un repli du risque politique relatif (cf. graphiques ci-dessous).



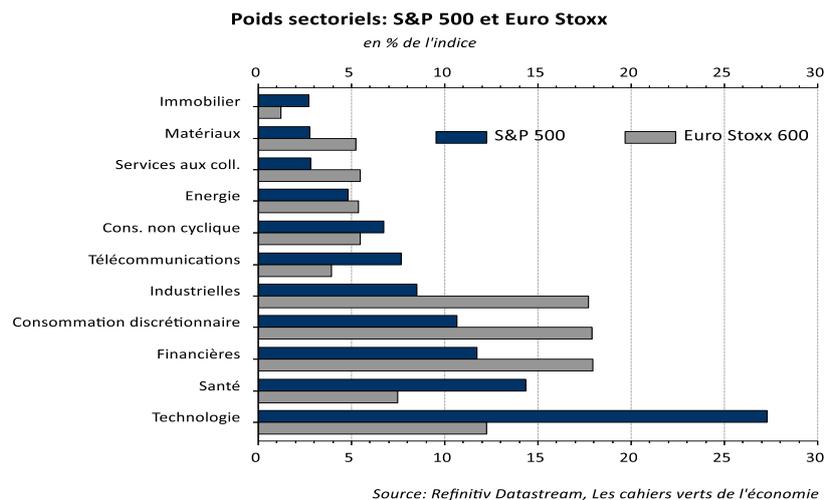


Parallèlement, le marché européen est plus exposé au cycle mondial et son bêta est plus élevé. Dans ce cadre, la thématique de la reprise chinoise (depuis l'abandon de zéro-Covid au début décembre) lui a plus bénéficié (cf. graphiques ci-dessous).





Cette sur performance reflète aussi plus directement des effets sectoriels. On pense de prime abord aux pondérations différentes des indices de part et d'autre de l'Atlantique (cf. graphique ci-dessous).



Si cela a joué dans un premier temps, en réalité, 90% de la surperformance hors effet change depuis le début septembre s'explique par un effet sélection (ie: au sein d'un même secteur, les entreprises européennes surperforment leurs homologues américaines). L'effet allocation (lié à la différence de poids des secteurs) est très faible ; il ne concerne que le luxe, les industrielles et les matériaux, mais même dans ces secteurs, il n'est pas très significatif.

L'effet sélection est assez largement réparti ; il concerne plus particulièrement les valeurs automobiles (Mercedes), du luxe (LVMH), les financières (Banco Santander, Unicredit, Allianz), les industrielles (Siemens), et même les valeurs technologiques (SAP), ce qui valide au passage notre message de surpondérer la tech européenne au détriment de la tech US.

Décomposition de l'écart de performance EuroStoxx/S&P500 par secteur depuis le 1er septembre 2022

	Effet allocation (%)	Effet Selection (%)
Communications	0,3	0,7
Conso cyclique	-0,1	4,6
<i>dont Automobiles</i>	0,0	1,9
<i>dont Conso durable et habillement</i>	1,1	0,8
Conso non cyclique	0,0	0,6
Energie	0,1	0,2
Financières	0,4	4,0
Santé	0,1	0,3
Industrielles	0,7	2,3
IT	-0,2	2,0
Matériaux	0,8	0,6
Foncières	0,2	0,1
Services aux collectivités	-0,5	1,3
Total	1,8	16,5

Source: Datastream, Les Cahiers verts

Quid de la suite ?

Comme nous l'avons mentionné au début de cette chronique, nous sommes sceptiques quant à la poursuite de la surperformance du marché européen. Pourquoi ?

D'abord, parce que le potentiel de surprises macro réelles et d'inflation s'épuise en zone euro. Et les graphiques supra montrent déjà une légère inflexion de tendance. Ensuite, parce que l'incertitude politique relative a peu de chances de poursuivre son amélioration compte tenu de la situation en Ukraine.

En outre, la surperformance depuis 6 mois est déjà substantielle eu égard aux phases similaires du passé depuis 35 ans, comparable en ampleur sinon en durée (cf. tableau ci-dessous).

**Phases de surperformance notable de l'Eurostoxx vs le S&P 500
(en prix et monnaie locale)**

début	fin	surperformance de l'Eurostoxx vs S&P 500 (en monnaie locale)	surperformance de l'Eurostoxx vs S&P 500 (en monnaie commune)	Euro vs USD	durée (mois)
29/01/1988	20/04/1990	34%	35%	0%	27
18/12/1992	11/05/1994	45%	31%	-9%	17
25/11/1996	04/08/1998	36%	16%	-15%	20
05/10/1998	07/03/2000	50%	20%	-20%	17
12/03/2003	11/04/2007	42%	73%	22%	49
18/06/2012	28/12/2012	15%	21%	5%	6
12/11/2014	13/04/2015	24%	5%	-15%	5
06/07/2016	05/05/2017	16%	15%	-1%	10
	moyenne	33%	27%	-5%	20
	médiane	35%	21%	-9%	17
01/09/2022	28/02/2023	19%	27%	7%	6

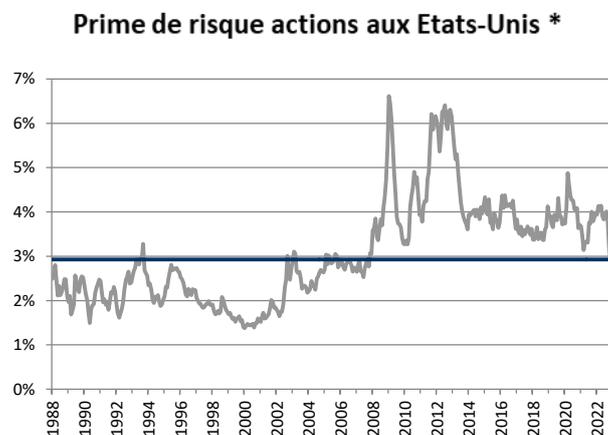
Source: Datastream, Les Cahiers verts

Ajoutons que la décote vis-à-vis des Etats-Unis s'est nettement réduite et la prime de risque s'est plus fortement comprimée en Zone Euro ces derniers mois (cf. graphiques ci-dessous).



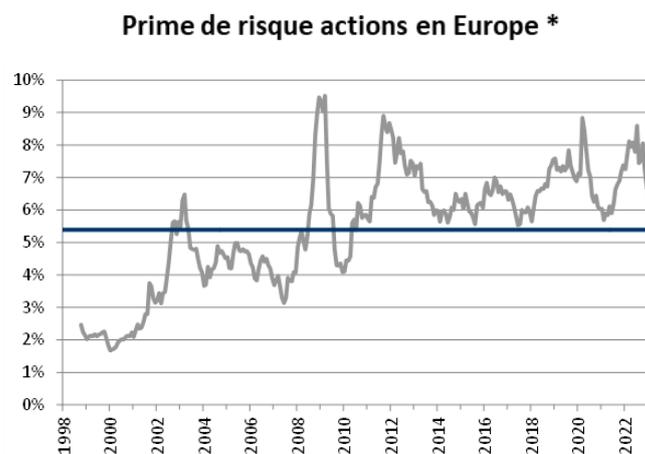
Source: Datastream, Les Cahiers verts de l'économie

* Moyenne des écarts type depuis 1990 du p/e Shiller, p/BPA au pic, p/e trailing, p/e 12m fwd, p/book, p/sales



* médiane de 8 modèles de prime de risque: rendement du dividende, variantes de DDM, variantes du FED model, variantes de residual income model

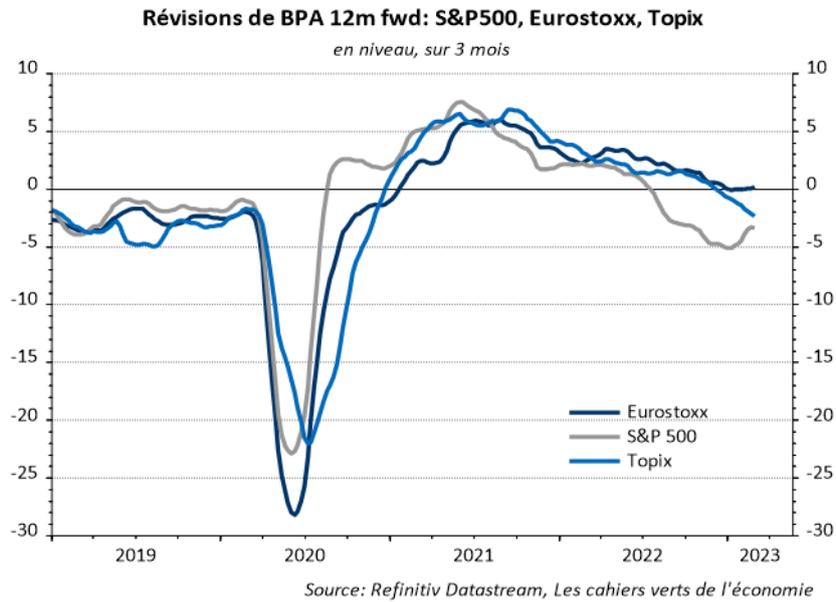
Source : Datastream, Les Cahiers Verts



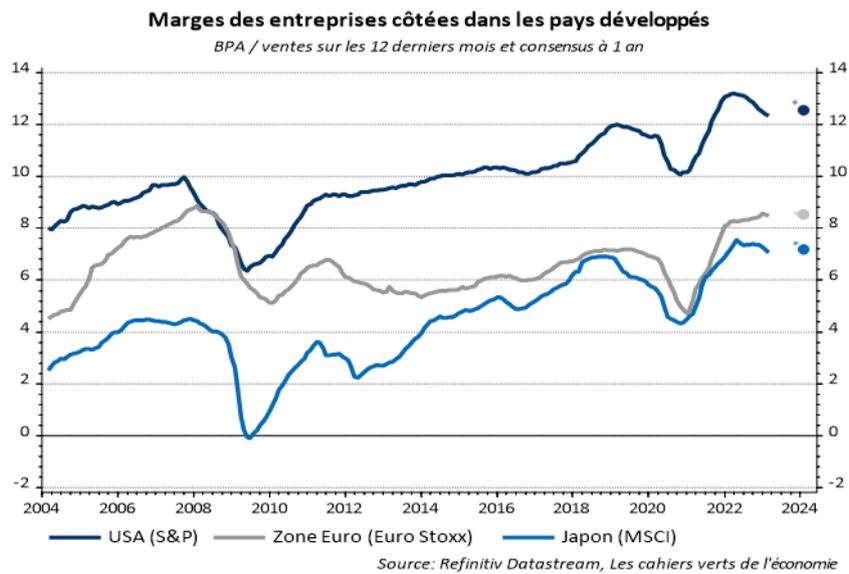
* médiane de 8 modèles de prime de risque: rendement du dividende, variantes de DDM, variantes du FED model, variantes de residual income model

Source : Datastream, Les Cahiers Verts

En outre, il y a une forme d'optimisme sur les anticipations de court et moyen terme de la part des analystes sur la Zone Euro. Le momentum des révisions baissières de BPA a été en particulier plus faible qu'aux USA et au Japon.



Et ce, alors même que les marges ne se sont pas réellement ajustées (sauf légèrement les Big Caps), contrairement aux USA et au Japon.

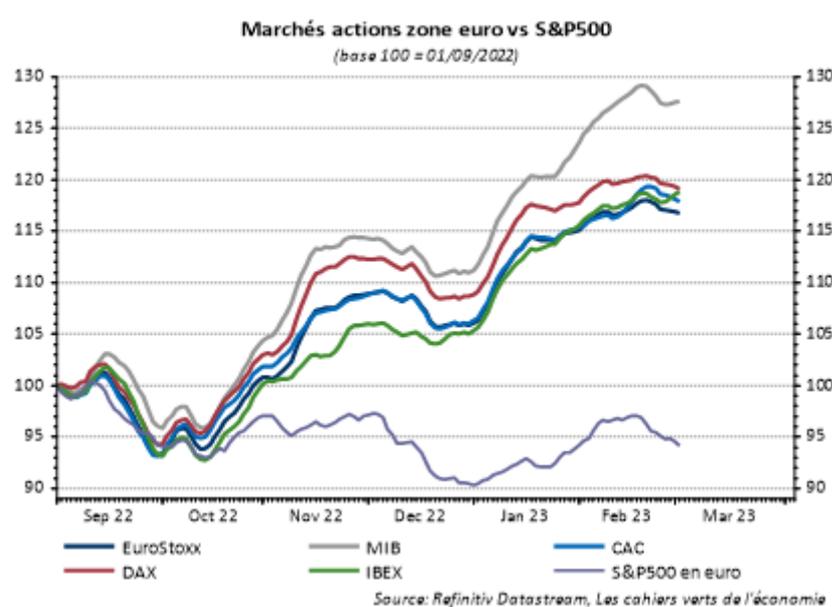


Au total, les prévisions des analystes européens tablent sur une croissance des BPA de +2% en moyenne sur 2023, alors qu'une hypothèse de légère contraction nous paraît plus plausible en l'état : la croissance des chiffres d'affaires toujours satisfaisantes serait compensée par une compression

des marges et une légère hausse de l'euro. En revanche, les prévisions des analystes américains (0%) nous semblent plus correctes.

Que conclure de tout cela en termes de stratégie d'investissement à 6 mois ?

- Sur pondération du marché américain vs européen (monnaie locale et commune)
- Au sein du marché européen, poursuite de la surpondération du marché italien. Ce dernier se distingue grâce à une composition sectorielle favorable mais surtout, une valorisation attractive (PE 12m fwd de 8.9x soit une décote de 25% par rapport à sa moyenne 5 ans, soit 13 points de plus que la décote de l'EuroStoxx) et une dynamique de BPA toujours très porteuse en absolu et en relatif par rapport à ses pairs, d'où une nette surperformance (cf. graphique ci-dessous). A noter aussi que la conjoncture italienne est plutôt bien orientée au-delà des chiffres de PIB, avec en particulier un net redressement des indices PMI, supérieur à celui des autres pays européens. Nous surpondérons le marché italien au sein du marché européen depuis la mi-décembre (cf. notre Asset Allocation de décembre 2022).



- Long small caps en Europe
- Long Tech Européenne vs Tech US