



Accélération en zone euro soutenue par l'Allemagne et la France

Croissance en accélération dans la zone euro. La BCE bientôt en mode « tapering ». Taux d'intérêt réels négatifs. Rotation des actifs en faveur des actions et de l'immobilier.

Points clés

- Accélération de la dynamique économique en zone euro au 1^{er} trimestre
- Le PIB pourrait atteindre +0.6%
- Changement de perception sur les perspectives de croissance en zone euro
- Pas de relance budgétaire sans l'Allemagne ?
- La zone euro pourrait-elle profiter de l'excédent extérieur allemand ?
- Le retour de l'inflation pousse les taux réels en territoire négatif
- Les risques politiques s'effacent
- La confiance est de retour
- La BCE bientôt en mode « tapering »
- La tendance haussière pour les taux longs devrait reprendre au second semestre
- La grande rotation des obligations vers les actions européennes peut se mettre en place

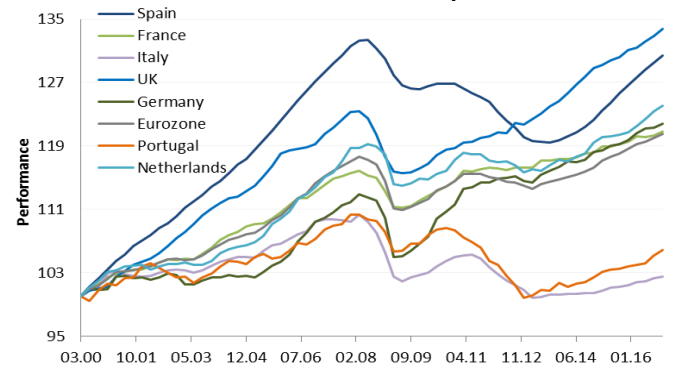
Accélération de la dynamique économique en zone euro au 1^{er} trimestre

Les indicateurs avancés de croissance suggèrent une nouvelle expansion nette de la zone euro en mars et au 1^{er} trimestre.

La zone euro enregistre l'une des meilleures séquences de progression de son activité économique depuis 2011. Les deux plus grandes économies, l'Allemagne et la France, contribuent le plus à cette nouvelle dynamique. Selon ces indicateurs, la zone euro pourrait bien enregistrer sa plus forte progression trimestrielle depuis 2011. L'Allemagne et la France pourraient voir leur PIB progresser de +0.6%, tandis que l'Espagne pourrait même profiter d'un développement exceptionnel de +0.9% au premier trimestre.

L'optimisme revient en Europe, alors que la croissance économique européenne affiche des performances en progression régulière. L'économie européenne était certes en retard sur le cycle conjoncturel américain, mais les derniers chiffres de croissance montrent un rapprochement des performances. Le président de la BCE semble lui aussi de plus en plus convaincu de l'amélioration des conditions économiques en zone euro : la BCE a en effet relevé ses prévisions de croissance du PIB à +1.8% pour 2017 et à +1.6% pour 2018.

Evolution des PIB européens



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Changement de perception sur les perspectives de croissance en zone euro

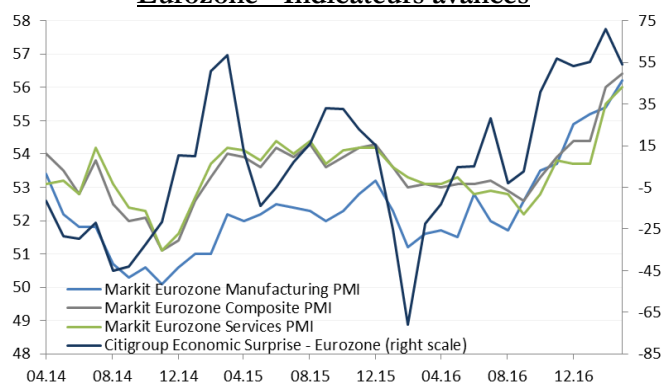
La reprise en zone euro est pourtant toujours perçue comme timide, mais elle est en fait de plus en plus proche de celle attendue aux Etats-Unis. Au quatrième trimestre 2016, le PIB européen progressait de +1.7%, soit environ +0.4% de croissance de moins qu'aux Etats-Unis. Mais les indicateurs avancés de mars confirment que la zone euro a certainement connu un bon premier trimestre 2017. Une croissance trimestrielle de +0.5% n'est désormais pas impossible pour une progression annuelle de +2%.

Le PMI composite s'est encore amélioré en mars (56.4) par rapport à février (56), montrant aussi bien une amélioration dans le segment des services (56) que dans le secteur manufacturier (56.2). Depuis l'été 2016, les indicateurs avancés pointent de plus en plus nettement vers un renforcement de la conjoncture. La tendance est nette dans les quatre plus grandes économies (Allemagne, France, Espagne et Italie). Une certaine accélération devrait prochainement se faire sentir si l'on en croit les résultats positifs obtenus par les composantes des PMI analysant les perspectives pour les nouvelles commandes, l'emploi et l'industrie.

Le marché de l'emploi offre en effet quelques sources de satisfaction et d'espoir avec un taux de chômage certes encore élevé mais en déclin régulier, en-dessous de 10% en février. On est encore loin de constater le même résultat qu'aux Etats-Unis, mais une diminution de 12% à 9.5% du taux de chômage laisse espérer une poursuite de la tendance et un renforcement des effets positifs sur la consommation et la croissance.

Le PIB enregistre sa quinzième progression trimestrielle consécutive et l'on peut désormais espérer une accélération soutenue par plusieurs facteurs favorables. La baisse de l'euro, la chute des taux d'intérêt et des injections massives de liquidités, mais aussi une certaine reprise de la profitabilité des entreprises et du redressement de l'investissement résidentiel viendront soutenir la croissance, déjà confortée par une consommation un peu plus robuste et par un financement des ménages plus accessible. Les ventes de détail du mois de février (+1.8%) ont surpris par leur vigueur, traduisant un sentiment des ménages en amélioration.

Eurozone - Indicateurs avancés



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Gardons cependant à l'esprit que contrairement aux Etats-Unis, il est encore trop tôt en Europe pour pouvoir espérer une relance de l'inflation liée au marché de l'emploi, trop éloigné pour l'instant de son point de friction. Le risque est donc que la hausse de l'inflation, actuellement très liée aux cours du brut et à la faiblesse de l'euro, ne puisse pas se transmettre aux salaires de la

zone euro, se traduisant alors par une baisse du pouvoir d'achat et potentiellement de la demande. La hausse des taux d'intérêt est heureusement encore très limitée en zone euro mais une hausse prématurée aurait un effet négatif sur l'investissement et le crédit.

Pas de relance budgétaire sans l'Allemagne ?

Nous l'avons déjà dit, la zone euro dépend fortement de la bonne volonté de l'Allemagne de consentir à des ajustements certainement nécessaires pour bénéficier d'un renforcement de la dynamique économique positive qui est en train de se mettre en place.

Le déficit public globalement réduit (-1.6% du PIB), est essentiellement dû à l'excédent de l'Allemagne (+0.7%). L'air du temps est peut-être en train de changer progressivement avec les perspectives de relance budgétaire aux Etats-Unis, au Canada ou en Chine. L'Europe pourrait suivre la tendance, mais l'Allemagne devra changer de politique pour soutenir une relance de l'investissement et une hausse des dépenses publiques.

Pourrait-on voir une nouvelle forme de coordination de politiques économiques permettant de sortir de l'austérité – celle-là même qui a certainement contribué ces dernières années au succès de partis politiques ou de candidats eurosceptiques ou extrémistes – ?

Difficile d'imaginer aujourd'hui encore que certains pays acceptent de renoncer à leur capacité de mettre en place des politiques nationales visant à renforcer la compétitivité de leur pays, notamment en pratiquant des politiques de concurrence en matière fiscale ou dans la réglementation sociale et salariale par exemple. Difficile aussi d'imaginer comment un budget de la zone euro pourrait satisfaire les ambitions de tous, même si sur le fond, ce serait certainement le moyen le plus approprié pour permettre d'équilibrer les transferts entre les pays les plus riches et les plus pauvres. Le transfert, sans doute indispensable pour réaliser cet objectif, d'une partie substantielle des budgets nationaux vers un budget fédéral, pourrait contribuer efficacement à la réduction de certains déséquilibres. Mais est-ce finalement bien le problème ? Car globalement, l'austérité budgétaire dont on parle et qui a effectivement permis au déficit budgétaire global de la zone euro de diminuer progressivement de -6.5% en 2009 à environ -2% aujourd'hui, n'est de loin pas uniforme. On devrait plutôt parler de politiques d'ajustement distinctes, entre les pays présentant des déficits extérieurs importants et ceux bénéficiant d'excédents.

L'Allemagne est évidemment un sujet intéressant en ce sens, car au lieu de mener une politique anti cyclique pouvant être favorable à la zone euro, elle n'est pas prête à compenser les ajustements des autres pays. La zone

euro souffre donc aujourd'hui d'un biais comportemental allemand dont il est difficile d'imaginer qu'il puisse être infléchi.

Aussi, même si on attend un salut de l'Allemagne, il est plus probable de voir un retour des déficits extérieurs des autres pays de la zone euro qu'un changement radical de politique en Allemagne.

La zone euro pourrait-elle profiter de l'excédent extérieur allemand ?

L'excédent extérieur de l'Allemagne est revenu au premier plan ces dernières semaines avec les attaques ciblées de Donald Trump pointant la sous-évaluation de l'euro comme cause majeure des déficits américains et de l'excédent allemand en particulier. L'argument est inexact, l'Allemagne ayant eu notamment dans le passé des excédents en période de surévaluation de la devise européenne également. Aussi, l'excédent d'épargne de l'Allemagne contribue davantage au financement des investissements en dehors de la zone euro, ce qui diminue indirectement la croissance potentielle de la zone euro à long terme.

Une réorientation du financement vers les partenaires européens de l'Allemagne serait positive et permettrait un rééquilibrage du financement dans les pays européens moins performants.

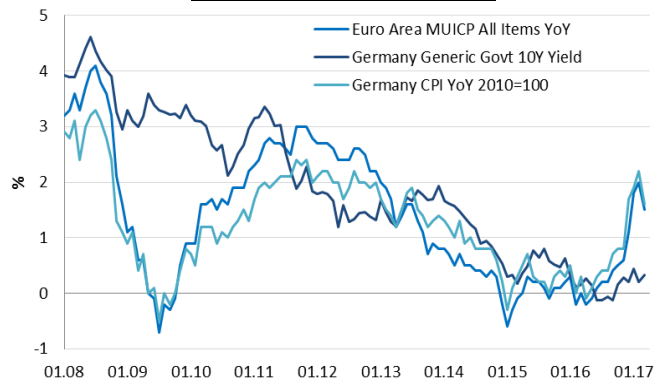
Une telle action renforcerait les effets du plan Juncker et l'action des fonds d'infrastructures que nous considérons comme insuffisants lors de leur constitution.

Le retour de l'inflation pousse les taux réels en territoire négatif

Nous l'avions annoncé, le premier trimestre 2017 devait être celui du retour assez généralisé de l'inflation dans les pays industrialisés. C'est une bonne nouvelle qu'espéraient les banques centrales depuis plusieurs années. L'inflation est en effet revenue dans bien des cas aux plus hauts niveaux des cinq à six dernières années. Le vecteur principal a certes été le rebond des cours du brut et des matières premières, dont on peut craindre qu'il ne contribue désormais plus autant à l'évolution de l'inflation. La dynamique de hausse des prix prendra en 2017 des chemins plus complexes sans doute, mais aussi plus fondamentaux. Nos perspectives pour l'évolution prochaine des cours de l'énergie sont cependant favorables et laissent entrevoir une poursuite, bien qu'à un rythme réduit, de l'influence positive des cours du brut sur l'inflation. En Chine, on relevait déjà que la

hausse des prix à la production pouvait se transmettre aux prix exportés et ensuite aux prix importés dans les économies développées. La diffusion de l'inflation n'en est selon nous qu'à ses débuts et ne manquera pas de profiter d'abord aux Etats-Unis, mais également en Europe, de l'amélioration du marché de l'emploi. Les effets sur les taux d'intérêt réels seront plus marquants en Europe avec un CPI en hausse de +2% en février et des taux nominaux à dix ans toujours négatifs. Le consommateur européen et l'investissement devraient être dopés par des coûts de financement réels négatifs.

Taux d'intérêt - inflation



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les risques politiques s'effacent

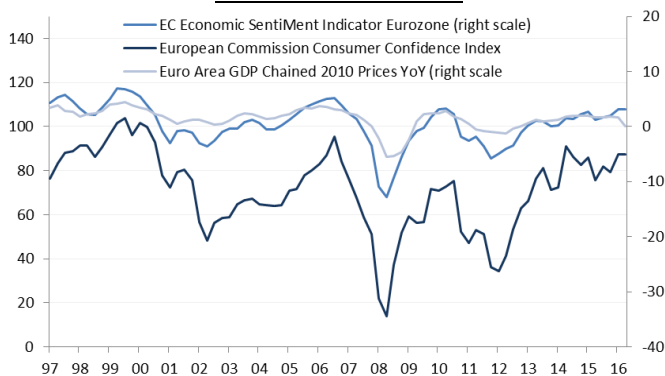
Le Royaume-Uni a finalement activé l'article 50 ; les choses sérieuses vont enfin commencer. Nous restons toutefois convaincus que la négociation sera difficile tant les sujets sont nombreux. Après une période particulièrement médiatisée au Royaume-Uni, nous envisageons une phase désormais un peu plus discrète de négociations préliminaires. Les diverses votations ou référendum des derniers mois n'ont pas accru l'incertitude.

Les élections françaises du mois de mai seront encore l'occasion de craindre des réactions dans les marchés financiers, mais le phénomène Macron semble rassurer ceux qui craignaient un vote extrême de contestation.

La confiance est de retour

L'amélioration du sentiment est générale. Le niveau de confort des ménages est désormais supérieur à la moyenne historique des vingt dernières années. L'enquête de confiance des consommateurs et des entreprises montre aussi un regain d'optimisme, au plus haut niveau depuis le début de la crise financière. Ce n'est peut-être pas encore l'euphorie, mais la tendance est positive.

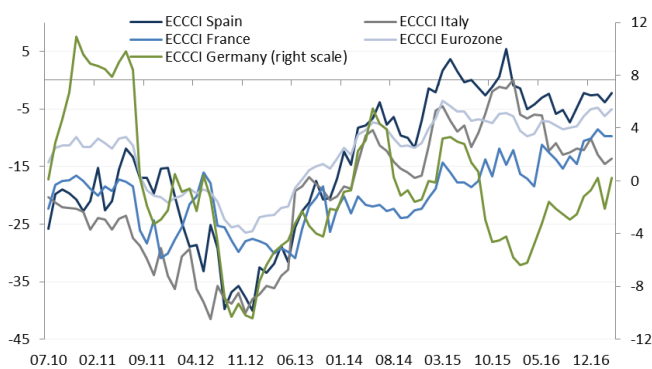
Eurozone PIB, confiance économique et confiance des consommateurs



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Ces indicateurs suggèrent encore une poursuite de la reprise économique en Europe en 2017. Dans la plupart des pays, on assiste au retour bienvenu d'un optimisme prudent.

Indicateurs de confiance



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La BCE bientôt en mode « tapering »

La Banque centrale européenne maintient le cap et réaffirme son engagement à soutenir l'activité économique. Elle réaffirme que son programme sera maintenu à hauteur de 60 milliards par mois jusqu'en décembre, voire plus longtemps si nécessaire, ce qui nous semble de moins en moins probable compte tenu des développements actuels de l'économie européenne. La baisse des incertitudes politiques contribue à un retour de la confiance et aux meilleurs résultats de l'économie européenne.

La relance de l'activité industrielle, la baisse du chômage, la croissance de la consommation et un rebond de l'inflation au niveau attendu par la BCE (+2%) commencent à dessiner une image plus optimiste pouvant prochainement décider la BCE à considérer un éventuel « tapering ».

Les taux directeurs resteront sans doute toujours très bas, mais la fin des injections de liquidités nous semble programmée.

La grande rotation des obligations vers les actions européennes peut se mettre en place

Les actions européennes ont été délaissées en raison des risques politiques liés au Brexit. Les incertitudes l'avaient d'abord emporté sur les perspectives positives et sur le niveau de valorisation attrayant. Nous annonçons que les valeurs européennes devraient bénéficier d'une prochaine phase de revalorisation qui est en train de se matérialiser. Les actions européennes réalisent une performance en euro de près de +6% au premier trimestre, soit un peu mieux que les actions américaines et internationales, au-dessous de +5%. Après une première hausse des rendements à dix ans jusqu'en janvier 2017, on assiste désormais à la stabilisation temporaire attendue des taux d'intérêt légèrement au-dessus de zéro. La consolidation actuelle ne devrait être que de relativement courte durée avant que la tendance haussière ne puisse s'affirmer. L'action de la BCE et l'absence d'accélération de la croissance sont encore suffisantes pour empêcher une hausse des taux longs. Mais lorsque celle-ci se matérialisera, on devrait assister à une amplification du phénomène de rotation des obligations de la zone euro vers les actions dans les portefeuilles. On commence déjà à le constater au travers de l'augmentation des volumes investis dans les ETF européens en actions.

L'allocation des actifs européens devrait donc progressivement favoriser les actifs réels, actions et placements immobiliers, au détriment des obligations.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
 Rue Sigismund Thalberg no 2
 1201 Genève - Suisse
 T: +41225959611 F: +41225959612
 info@bbgi.ch - www.bbgi.ch