



## La dynamique économique se renforce dans la zone euro

**Accélération de la croissance du PIB à +1.9%. Relance du couple franco-allemand. Diminution des incertitudes politiques. Résultats des sociétés en nette progression. Consensus optimiste.**

### Points clés

- La zone euro peut encore surprendre par une dynamique économique plus forte que prévu
- De meilleures perspectives de croissance pour la zone euro en 2017
- Des réformes en France contre une expansion budgétaire en Allemagne ?
- Les taux d'intérêt réels restent négatifs malgré le fléchissement de l'inflation
- La confiance des consommateurs est au plus haut depuis 2008
- La BCE prépare une « normalisation » douce de sa politique monétaire pour 2018
- Les résultats des sociétés européennes confirment nos attentes positives en 2017
- Le consensus est désormais beaucoup plus optimiste et révisé régulièrement ses estimations de profits à la hausse

### La zone euro peut encore surprendre par une dynamique économique plus forte que prévu

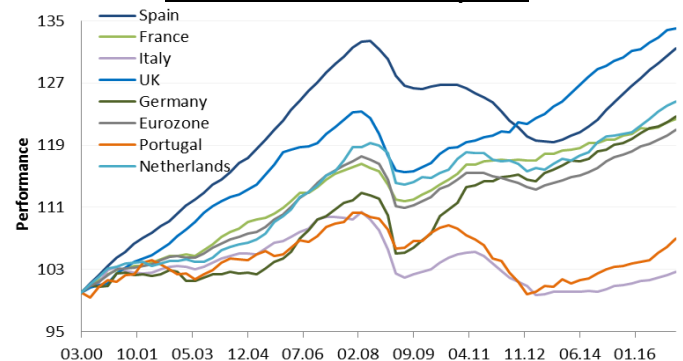
La performance de l'économie européenne a surpris les prévisionnistes au 1<sup>er</sup> trimestre. Avec une progression du PIB de +1.9% sur un an, la croissance européenne s'avère meilleure que prévu et affiche un résultat supérieur à celui enregistré par l'économie américaine, pourtant perçue comme nettement en avance dans le cycle de reprise conjoncturelle mondial.

La zone euro réalise ainsi l'une des meilleures séquences de progression de son activité économique depuis 2011 en enregistrant encore une croissance de +0.6% sur le trimestre, soit une croissance annualisée de +2.3%. Le PIB élargi aux 28 membres de l'UE a lui enregistré un résultat légèrement inférieur (+0.4%).

**Nous attendons une contribution d'environ +0.5% des deux plus grandes économies, l'Allemagne et la France. Comme au précédent trimestre, l'Allemagne et l'Espagne profitent d'une dynamique exceptionnelle (+0.6%), tandis que la France (+0.3%) et l'Italie (+0.2%) restent un peu à la traîne.**

Mais l'optimisme revient en Europe, alors que la croissance économique affiche des performances en progression régulière et que les facteurs politiques semblent perdre en intensité. L'économie européenne était certes en retard sur le cycle conjoncturel américain, mais les derniers chiffres de croissance montrent un rapprochement des performances. Sur le plan politique, les incertitudes électorales en France ont été levées avec l'élection du président Emmanuel Macron et le succès aux élections législatives du mouvement LREM qui dispose désormais d'une nette majorité à l'Assemblée Nationale. Au Royaume-Uni, le résultat des élections anticipées provoquées par la 1<sup>ère</sup> ministre Theresa May semble plutôt réduire les probabilités de « hard Brexit » ce qui devrait permettre aux négociations de débiter sur un ton peut-être moins agressif. 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 +1.9% pour 2017 et à +1.7% pour 2018.

### Evolution des PIB européens

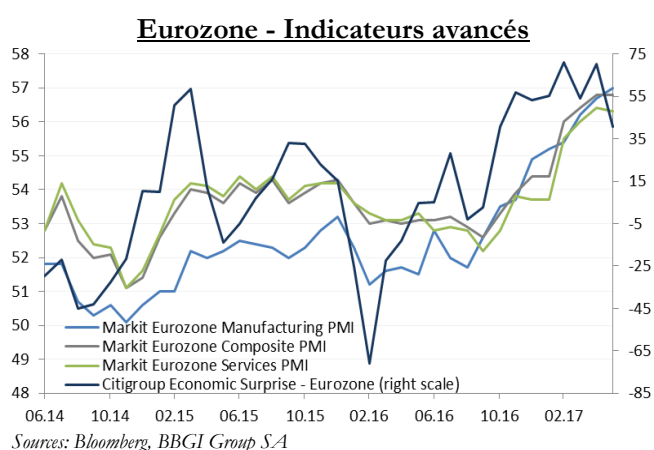


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

## De meilleures perspectives de croissance pour la zone euro en 2017

Force est de constater que la reprise en zone euro s'affirme depuis plusieurs mois et pourrait encore surprendre les observateurs, alors que la croissance annuelle est désormais la plus forte depuis 2008. L'accélération économique est en fait en partie soutenue par plusieurs éléments exogènes et quelques facteurs endogènes. Tout d'abord, la croissance du commerce mondial soutient les exportations européennes ainsi que les profits des entreprises et des investissements productifs. Mais c'est surtout la baisse du chômage de 12% à 9.3% qui contribue à l'évolution positive de la consommation et de la demande. Le niveau de l'emploi au 1<sup>er</sup> trimestre a désormais dépassé celui qui prévalait avant le début de la crise. Cette situation n'a pourtant pas encore permis d'accélération de la progression des salaires, qui reste relativement faible (+1.5%). Cette tendance est sans doute insuffisante pour provoquer une relance plus marquée de l'inflation et motiver un changement de politique monétaire avant 2018, un élément pourtant relevé par Mario Draghi comme une condition indispensable avant un changement de politique.

Du côté des indicateurs avancés, les indices PMI pour le mois de mai confirment toujours la nette reprise de l'activité en Europe. Le PMI composite s'est encore amélioré en mai (56.8) et se situe à son plus haut niveau depuis six ans ; le PMI moyen pour le 2<sup>ème</sup> trimestre devrait donc également être supérieur et suggère un renforcement de l'activité entre mars et juin, laissant de fait espérer une progression du PIB peut-être supérieure à +0.6%.



De son côté, la production industrielle en hausse de +0.5% en avril, a été tirée par le segment énergie, mais elle devrait aussi contribuer à une progression plus soutenue du PIB.

**Le PIB enregistre donc sa seizième progression trimestrielle consécutive ; sa hausse pourrait s'accélérer au cours des prochains mois.**

## Des réformes en France contre une expansion budgétaire en Allemagne ?

Le premier voyage d'Emmanuel Macron à Berlin n'a pas été seulement symbolique. Il marquait évidemment tout d'abord la relance indispensable du couple franco-allemand à l'heure où l'Europe s'engage dans une négociation difficile avec le Royaume-Uni et où les relations transatlantiques en raison de l'agenda imprévisible du nouveau président Trump sont mises à mal. C'est peut-être déjà un tournant suffisant qui redonnera espoir en une dynamique européenne nécessaire à la refonte de l'idéal européen, fissuré par une décennie de crise économique sans précédent.

Nous l'avons déjà dit, la croissance de la zone euro dépend fortement de la bonne volonté de l'Allemagne à consentir à certains ajustements nécessaires pour bénéficier d'un renforcement de la dynamique économique positive qui est en train de se mettre en place depuis plusieurs trimestres. L'air du temps est peut-être bien en train de changer sur les questions d'austérité budgétaire et la zone euro suivra peut-être l'évolution de la pensée déjà observée aux Etats-Unis, en Chine, au Japon et au Canada par exemple. Mais ce changement de paradigme aura certainement un prix.

## Assiste-t-on déjà aux prémices d'une évolution de la doctrine allemande avec les premiers échanges entre Emmanuel Macron et Angela Merkel ?

Rappelons qu'il y a quelques trimestres les deux ministres de l'économie du moment (Emmanuel Macron et Sigmar Gabriel) avaient déjà posé ensemble les bases d'une entente. Verrons-nous prochainement, comme annoncé par le nouveau président, la France s'engager dans les réformes indispensables pour convaincre les Allemands de changer de politique et soutenir une relance de l'investissement et 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 ? Le projet économique du président français passe sans doute par un retour de la crédibilité d'une France enfin réformée et légitime pour mener la zone euro vers une nouvelle forme de solidarité. Mais le chemin des réformes ne sera pas aisé, même si la population française semble résolue ou résignée à enfin tenter une politique différente après avoir été déçue des gouvernances inefficaces des dernières années.

**La chancelière Merkel soutient pour l'instant la volonté d'Emmanuel Macron de réformer la zone euro et déclare possible la création d'un ministre commun des finances et un budget de la zone euro « s'il est clair qu'il sert à en renforcer la structure générale et à faire des choses qui ont du sens ».**

On attendra avec impatience les propositions du groupe de travail constitué après l'élection présidentielle française dans le but de renforcer l'intégration de la zone euro. Ses conclusions sont attendues pour le 13 juillet et aborderont certainement les questions de convergence fiscale, d'imposition des sociétés, de la convergence des politiques économiques, des initiatives en matière d'investissement et de l'accélération du chantier institutionnel.

**L'idée d'un budget de la zone euro voté par le Parlement de la zone euro et exécuté par un ministre de l'économie et des finances de la zone euro fait son chemin.**

L'Allemagne semble séduite par le nouveau président et voudra certainement participer à la refonte de l'Europe. Mais elle exigera des gages que le nouveau président Macron semble prêt à lui donner. A trois mois des législatives allemandes Angela Merkel sera nécessairement prudente. Mais il faut bien constater que jamais auparavant un projet aussi ambitieux n'avait été présenté avec de réelles chances de concrétisation.

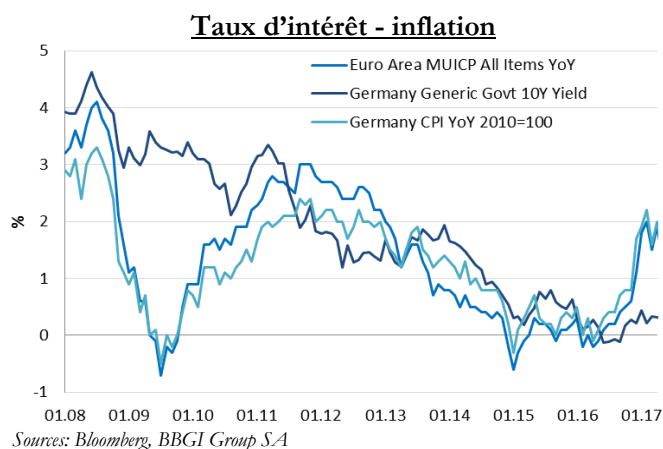
**L'Allemagne sera finalement peut-être plus désireuse de mener une politique anticyclique favorable à la zone euro, si elle obtient les assurances demandées.**

**Les taux d'intérêt réels restent négatifs malgré le fléchissement de l'inflation**

Après la hausse attendue de l'inflation au 1<sup>er</sup> trimestre sur les plus hauts niveaux depuis 2012, les indices de prix montrent quelques signes d'essoufflement. Nous relevons il y a quelques semaines que le vecteur principal de la reprise inflationniste ne contribuerait désormais plus autant à l'évolution des prix. La dynamique de la hausse des cours du pétrole sera moins forte ces prochains mois et son effet sur l'inflation sera réduit. Il est par ailleurs encore trop tôt pour voir une relance nette de l'inflation liée au marché de l'emploi qui reste encore trop éloigné pour l'instant de son point de friction pour que des hausses de salaires concourent à une hausse des prix. L'inflation de la zone euro est donc en baisse de 1.9% à 1.4% en mai, soit un niveau déjà proche de la prévision de la BCE pour 2017.

La normalisation de la politique monétaire peut donc encore attendre 2018, mais avec une stabilisation des

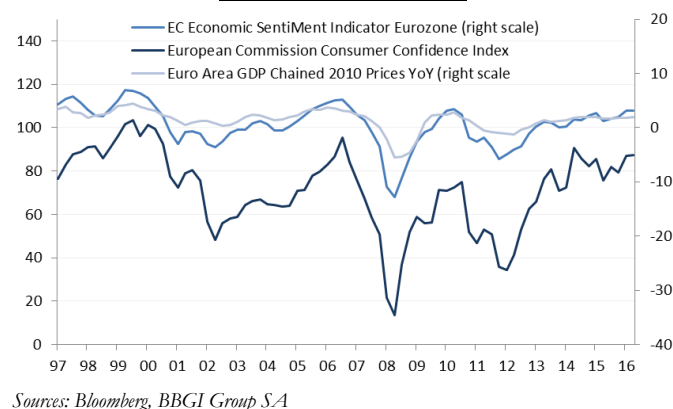
taux longs en euro légèrement au-dessus de zéro, les taux d'intérêt réels restent assez nettement négatifs. Cette situation devrait soutenir la consommation et l'investissement.



**Confiance des consommateurs au plus haut depuis 2008**

L'indicateur de la Commission européenne mesurant le degré de confiance des ménages a encore progressé au 2<sup>ème</sup> trimestre. L'amélioration du sentiment est assez large et soutenue par l'amélioration des conditions du marché de l'emploi.

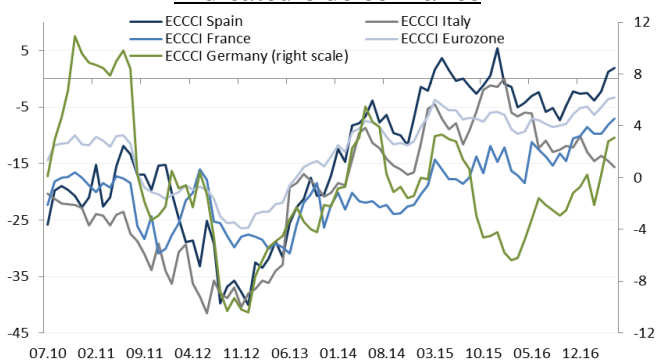
**Eurozone PIB, confiance économique et confiance des consommateurs**



Le niveau de confort des ménages est désormais supérieur à la moyenne historique des vingt dernières années et se situe au plus haut depuis 2008. 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 cette tendance positive soutient bel et bien la consommation en hausse de +2.5% sur un an. Dans la plupart des pays, on assiste au retour bienvenu d'un optimisme mesuré qui devrait aussi soutenir ultérieurement la consommation et la croissance du PIB.

### Indicateurs de confiance



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

### La BCE prépare une « normalisation » douce de sa politique monétaire pour 2018

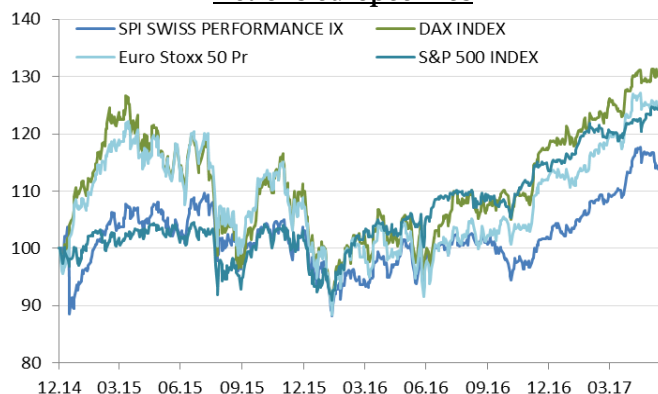
Les surprises économiques positives enregistrées ces derniers mois et la diminution des risques politiques ont permis au président de la Banque centrale européenne de donner un message un peu plus optimiste encore au terme de la dernière réunion de la BCE. Les projections économiques de la BCE sont plus encourageantes et s'approchent de +2% de croissance du PIB pour 2017 et légèrement moins en 2018/2019. Les perspectives d'inflation ont été révisées à la baisse et ne font plus état que de hausses probables limitées à 1.5% en moyenne jusqu'à 2019. Mario Draghi ne semble pas encore convaincu de la tendance haussière et laisse entendre que les conditions monétaires restent un facteur important soutenant la hausse des prix. Le programme d'achat d'actifs est 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 BCE semble s'approcher du point d'inflexion de sa politique monétaire. Mais il faudra sans doute attendre septembre pour avoir une prochaine indication du nouveau calibrage ou de la fin de son programme de rachat d'actifs. Si les développements économiques en Europe ne subissent pas de contrecoup au deuxième semestre, nous estimons que la BCE réduira sans doute son programme au début 2018 avant de remonter ultérieurement, sans précipitation, ses taux directeurs. Il n'y a que peu de probabilités de voir ces taux remonter avant la fin de

l'année 2018. Ce changement se fera comme aux Etats-Unis de manière graduelle, à moins d'une accélération de la croissance et de l'inflation en 2018.

### Les résultats des sociétés européennes confirment nos attentes positives en 2017

Les actions européennes avaient été délaissées en raison des risques politiques en 2016, mais elles ont depuis bénéficié d'une phase de revalorisation annoncée et qui s'est poursuivie au 2<sup>ème</sup> trimestre 2017. Au cours des six derniers mois, les principales valeurs européennes ont progressé de +19% surpassant nettement la performance des titres américains (+12%). Le 1<sup>er</sup> trimestre de publication des résultats des sociétés européennes a été particulièrement solide, soutenant ainsi la progression des cours, la plupart des résultats des entreprises ont en effet été supérieurs aux attentes, tant en termes de ventes que de bénéfice par action. Il faut remonter à l'année 2010 pour retrouver un ratio de 70% de surprises positives pour les sociétés de la zone euro. A environ 15x les bénéfiques, la valorisation des titres européens n'est pourtant plus aussi attrayante, sans être pour autant excessive. Après plusieurs trimestres de croissance des profits stable, le consensus est désormais beaucoup plus optimiste depuis le début de l'année et révisé régulièrement ses estimations de profits à la hausse. La croissance des bénéfices des 50 premières valeurs est estimée à +10% pour 2017 et 2018, ce qui correspond à un PE de 15x et respectivement 13x.

### Actions européennes



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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