

La confiance revient en Europe alors que la croissance s'installe

La confiance se renforce. L'Europe profite d'une conjonction de facteurs exceptionnelle. La reprise du crédit se concrétise. La politique monétaire pourrait être plus expansive.

Points clés

- Le PIB progresse de +0.4% au 2ème trimestre et de +1.5% sur un an grâce à la consommation
- La confiance économique s'améliore en zone euro
- Confiance des consommateurs au-dessus de la moyenne à long terme
- La politique monétaire relance la croissance du crédit aux ménages au 3ème trimestre
- Production industrielle en hausse de +0.6%
- La politique monétaire pourrait être plus expansive, plus longtemps que prévu
- Le CPI repasse en-dessous de zéro en septembre
- L'inflation sous-jacente se stabilise à +0.9%, mais reste encore trop loin de l'objectif de la BCE
- L'euro retrouve quelques couleurs
- Hausse attendue contre le franc suisse à 1.15
- Valorisation attrayante des actions européennes

La confiance économique s'améliore dans la zone euro

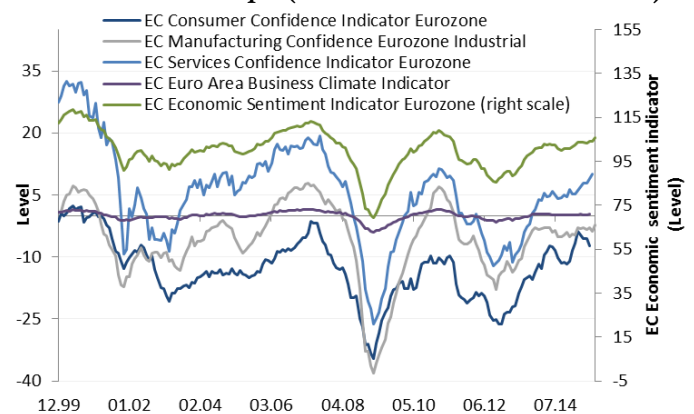
La confiance des consommateurs et des dirigeants d'entreprise s'est encore sensiblement améliorée en septembre dans la zone euro. L'indicateur de sentiment publié par la Commission européenne montre un optimisme au plus haut depuis juin 2011.

L'indicateur en hausse de 104.1 à 105.6 reflète l'amélioration du sentiment qui s'est par ailleurs renforcé dans la plupart des pays et notamment en Italie, en Allemagne, aux Pays-Bas et en France.

La confiance s'est aussi améliorée tant dans le secteur des services (+2.3 pts) que dans le segment industriel (+1.5 pt) et dans une moindre mesure dans le secteur des ventes de détail (+0.6 pt).

La confiance des consommateurs reste au-dessus de sa moyenne à long terme et ne réagit pas sensiblement à la baisse des cours de l'essence. Il est intéressant de relever dans le sondage publié en septembre que les intentions des consommateurs de procéder à des achats importants au cours des douze prochains mois se sont renforcées, alors que les anticipations en matière d'inflation et des prix à la consommation sont relativement stables.

Confiance en Europe (Economic Confidence Index)



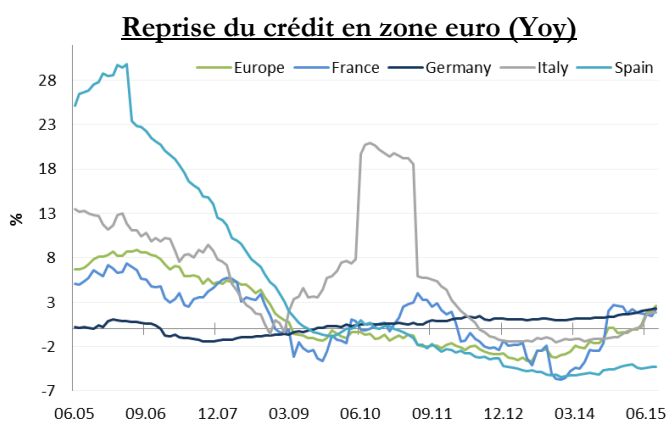
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le maintien des cours du brut et des prix de l'essence à des niveaux très bas ces derniers mois ont certainement favorisé cette tendance. Mais le facteur nouveau en 2015 qui soutient la consommation et la confiance des ménages est sans doute le retour d'une tendance positive de la croissance du crédit. En effet, celle-ci n'avait cessé de décliner depuis 2006, pour s'installer ensuite entre 2009 et 2015 dans une longue phase de contraction, qui s'est finalement terminée en avril 2015 par un retour à une croissance positive.

Le changement de politique monétaire semble sur ce point tenir ses promesses puisque ce retour de la croissance positive du crédit coïncide précisément avec l'introduction du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE.

La politique monétaire relance enfin le crédit en zone euro au 3^{ème} trimestre

Le changement de politique monétaire opéré par la BCE dès le 2^{ème} trimestre semble donc presque miraculeusement avoir développé ses premiers effets concrets dans l'économie réelle par une reprise rapide du crédit des ménages ces derniers mois. C'est bien par cette dynamique que l'on espérait constater les effets positifs sur l'économie réelle de la transmission d'une politique monétaire de taux d'intérêt bas. La BCE cherchait effectivement à relancer le crédit par la baisse des taux d'intérêt en-dessous du rythme de la croissance nominale de l'économie. Cette situation s'était d'abord manifestée aux Etats-Unis et au Royaume-Uni sous l'impulsion des politiques expansives. Elle peut désormais s'installer en Allemagne et en France, avant de s'étendre progressivement à l'Espagne et à l'Italie.



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La croissance du PIB au 2^{ème} trimestre avance de +0.4% grâce à la consommation des ménages

Le PIB de la zone euro avance de +0.4% au 2^{ème} trimestre et de +1.5% sur un an.

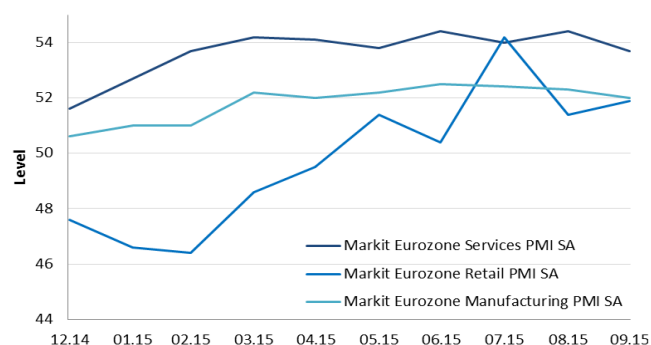
La zone euro profite depuis quelques mois d'une conjonction de facteurs, parfois externes, particulièrement favorables. A la chute des cours du brut et de l'euro déjà observée au 2^{ème} semestre 2014, est venue s'ajouter la poursuite de la baisse des taux et des primes de risque obligataires au 1^{er} trimestre 2015. **La nouveauté de ces derniers mois réside maintenant dans la reprise du crédit et l'amélioration de la confiance, qui viennent soutenir la demande des ménages.** C'est pour l'instant ces chocs spécifiques et la stimulation monétaire de la BCE qui soutiennent surtout la reprise conjoncturelle. La demande des ménages est plus dynamique en Allemagne (+2%) qu'en France (+1%). Globalement, la consommation progresse de +0.4% au 2^{ème} trimestre et devrait avancer de +1.7% en 2015.

Les derniers indicateurs avancés laissent espérer un résultat similaire au 3^{ème} trimestre, malgré un léger tassement de 54.3 à 53.9 de l'indice Eurozone composite PMI entre août et septembre.

L'état de l'économie de la zone euro ne semble pas particulièrement affecté par les incertitudes liées à la conjoncture chinoise. Entre 2000 et 2014, l'importance de la Chine dans les exportations de biens de la zone euro a augmenté, mais celles-ci sont encore à peine supérieures à celles de la Suisse ou de la Pologne. A l'échelle du PIB européen, une diminution de la demande chinoise de biens européens n'aurait sans doute qu'un effet limité estimé à 0.1 point de croissance. La dévaluation du yuan du mois d'août d'environ -9% en deux semaines n'a pas été suivie d'un mouvement plus ample, au contraire, et s'est plutôt stabilisée en septembre autour de -4.5%, ce qui ne devrait donc pas être considéré comme un facteur de risque pour l'évolution du PIB au 4^{ème} trimestre. Par ailleurs, il faudrait que la contraction de la demande chinoise soit plus significative pour que l'impact devienne perceptible.

La production industrielle était en sensible reprise en juillet (+0.6%) et enregistrait son meilleur résultat depuis février. La hausse est nette en Italie (+1.1%), en Espagne (+0.6%) et en Allemagne (+0.5%), alors que la France enregistre une contraction de -0.8%.

PMI Eurozone (manufacturier, service et détail)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La politique monétaire pourrait être plus expansive, plus longtemps que prévu

La croissance nette du bilan de la BCE s'est ralentie en juillet (-2.9 Mrds) et en août (+22.1 Mrds) après avoir été particulièrement rapide entre mars et juin, période pendant laquelle les injections nettes de liquidités auraient donc avoisiné 95 Mrds par mois, un peu plus que la moyenne de 60 Mrds attendue jusqu'en septembre 2016.

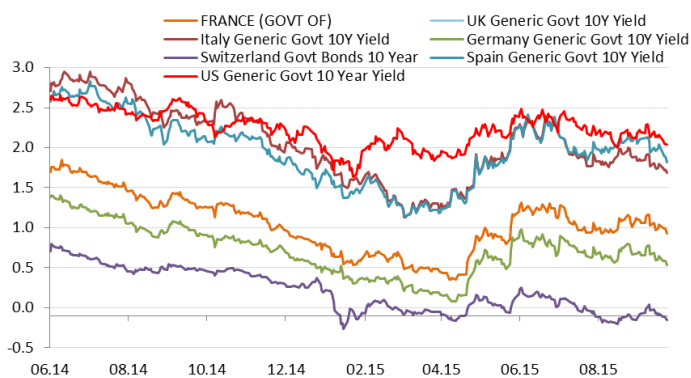
Au cours des six derniers mois, le rythme des injections de liquidités de la BCE est par contre resté en-dessous de la moyenne et pourrait clairement

s'accélérer dans un contexte toujours très décevant sur le front de l'inflation.

La BCE a toujours comme objectif de ramener l'inflation de la zone euro au-dessus de 2% par an, mais elle ne parvient pourtant pas dans la situation actuelle à faire décoller les indices de prix. **La politique monétaire devrait être plus expansive plus longtemps pour atteindre cet objectif.**

Après l'épisode éphémère de rebond des taux en mai et en juin, l'action de la BCE a certainement renforcé la reprise de la tendance baissière des taux longs dans la zone euro. Le rendement des obligations allemandes à 10 ans s'est à nouveau contracté de 0.86% en juin à seulement 0.25% à la fin septembre. Il n'aura ainsi pas fallu attendre longtemps pour que les taux de la zone euro se rapprochent à nouveau de zéro.

Evolution des taux longs



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La tendance a été sensiblement la même sur les autres marchés de taux et de la dette périphérique où l'on a observé une baisse moyenne de 60 pnb des rendements à dix ans. Globalement, les incertitudes sur la croissance chinoise et sur d'éventuels risques de contagion en Europe ont donc poussé les taux plus bas au 3^{ème} trimestre. **Les primes de risque, qui s'étaient un peu reconstituées depuis leurs niveaux extrêmes du début d'année, semblent désormais se stabiliser.** L'amélioration attendue de la conjoncture en Europe pourrait une nouvelle fois les repousser temporairement un peu plus bas. Le différentiel de rendement en faveur des dettes périphériques pourrait alors encore séduire les investisseurs prenant des profits sur les titres allemands.

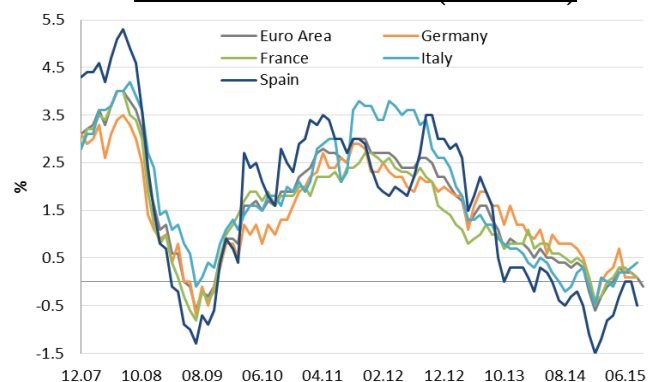
L'inflation européenne repasse en-dessous de zéro en septembre

Depuis le début de la crise financière, l'inflation de la zone euro avait chuté en territoire négatif en juillet 2009 avant de rebondir à +3% en 2011. Le déclin graduel de l'inflation avait ensuite fait naître des préoccupations déflationnistes en 2014, qui se sont exacerbées au 4^{ème}

trimestre. Les craintes d'une spirale déflationniste poussaient d'ailleurs les investisseurs à accepter un rendement de plus en plus faible et parfois proche de zéro sur la dette « core » européenne. Le rebond généralisé des indices de prix en Europe suite à la dévaluation de l'euro avait enfin permis un retour en territoire positif de l'inflation en mai. Mais ce rebond n'a été que de courte durée, la zone euro semble à nouveau flirter avec la déflation en septembre. La chute des cours du brut y est certainement pour beaucoup.

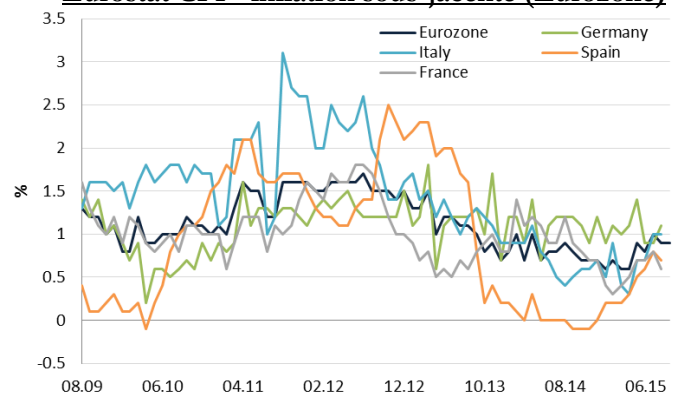
L'inflation sous-jacente semble elle se stabiliser à +0.9% sur un an tandis que l'inflation dans le segment des services s'affiche à +1.2%. Ce résultat est encourageant, certes, mais probablement toujours trop éloigné de l'objectif de la BCE pour être satisfaisant. Elle pourrait donc considérer un élargissement de son programme d'action pour soutenir plus nettement cette tendance.

Eurostat CPI - all items (Eurozone)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Eurostat CPI - inflation sous-jacente (Eurozone)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

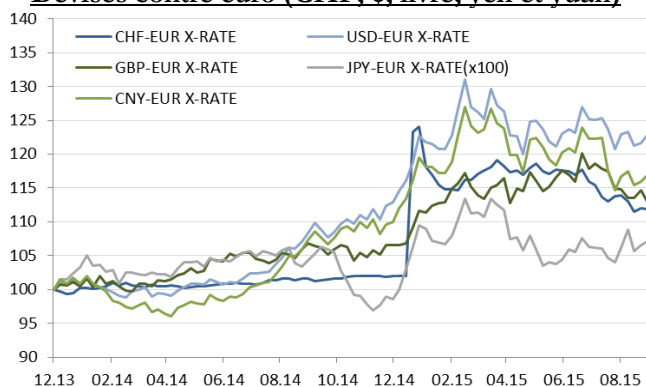
L'euro retrouve quelques couleurs

Le consensus est pourtant clair: le différentiel de croissance économique et l'écart de taux d'intérêt entre le dollar et l'euro favorise les placements en dollars. La conséquence est évidente, le dollar s'appréciera contre l'euro et touchera la parité. Reste à déterminer à quel moment cette prédiction se réalisera.

Depuis l'annonce des injections massives de liquidités de la BCE, l'euro ne s'est pourtant plus déprécié par rapport au dollar et s'est même apprécié contre le franc suisse, le yen, le yuan et un grand nombre de devises émergentes. Cet excellent comportement de la devise européenne n'arrange sans doute pas les affaires de la BCE, qui préférerait sans doute un euro plus faible pour faciliter la reprise de l'inflation. Mais voilà, la tendance est bien là, et alors qu'il n'y avait pas beaucoup de candidats pour parier sur une hausse de l'euro, celle-ci s'est doucement matérialisée. Il est sans doute prématuré d'anticiper un retournement de tendance durable de la devise européenne. Cela dit, il faut rappeler que la zone euro, grâce à l'Allemagne notamment, continue d'avoir un solde extérieur important et un excès d'épargne. Ces facteurs positifs n'ont certes pas empêché la correction de 25% enregistrée pendant l'automne et l'hiver 2014-2015. Mais au moment où les perspectives de croissance s'améliorent en Europe, le différentiel de croissance des PIB attendus pour 2015 diminue (+2% aux Etats-Unis et +1.6% en Europe) et perd sans doute un peu de sa pertinence. Sur le front des taux courts, la normalisation de la politique monétaire américaine est de plus en plus lente, ce qui retranche aussi un facteur de soutien au dollar.

Nous estimons qu'après une phase de correction de valeur de l'euro, la devise européenne est entrée au 2^{ème} trimestre dans une phase de stabilisation contre les principales devises. Les conditions sont cependant toujours réunies pour une poursuite de la hausse de l'euro contre le franc suisse (1.15).

Devises contre euro (CHF, \$, livre, yen et yuan)

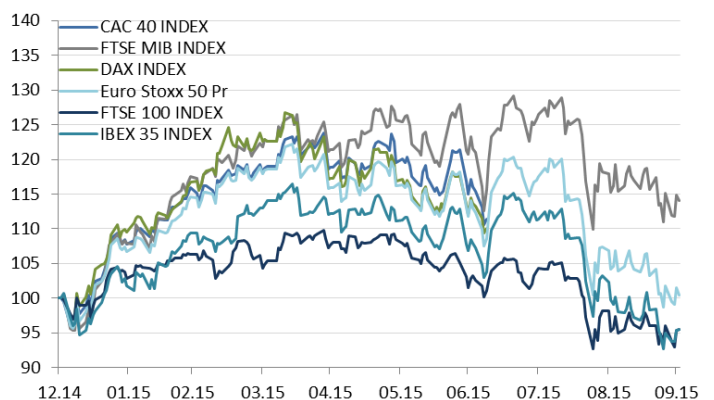


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Valorisation attrayante des actions européennes

La correction des marchés actions en Europe (-17%) a été sensiblement supérieure à celle observée aux Etats-Unis, en Suisse et au Japon (-7%) au cours des trois derniers mois. Le rebond de l'euro et la crise chinoise ont été des facteurs plus pénalisants pour la zone euro et ont occulté selon nous les développements favorables sur le plan économique et l'amélioration des perspectives financières. La correction récente des cours des actions a abaissé le niveau de valorisation des titres européens. Ils se traitent désormais à 13x les bénéfices de 2015 et 12x les profits de 2016. Au niveau actuel, la valorisation des actions européennes est inférieure à celle de la moyenne des trois dernières années, alors que la croissance des bénéfices pour 2016 est inférieure à +4%, ce qui laisse une marge de progression sensible.

Marchés actions européens



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

La conjoncture européenne s'améliore et la confiance revient. La reprise du crédit est un nouveau facteur particulièrement important pour la transmission de la politique monétaire. L'inflation reste inférieure à l'objectif de la BCE, celle-ci pourrait encore accroître son action. La crise chinoise ne devrait pas avoir d'effets majeurs sur le PIB européen. Les conditions financières sont plus favorables et le marché actions devrait profiter de niveaux de valorisation attrayants.

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