



## Le PIB européen résiste aux incertitudes du Brexit

**Conséquences limitées du Brexit. La confiance revient. PIB en progression. Plan Juncker peu convaincant. Reprise modeste de l'inflation. Taux réels négatifs favorables aux actions.**

### Points clés

- La confiance s'est améliorée dans la zone euro depuis le vote britannique
- La croissance devrait être proche de +0.3% au 3<sup>ème</sup> trimestre 2016
- Le Brexit ne déstabilise pas la zone euro
- Agrégats monétaires et développement du crédit favorables à la croissance
- La BCE pousse les gouvernements à mener des réformes
- Plan de relance européen peu convaincant axé sur la sécurité, la défense, la croissance et le numérique
- Toujours pas de véritable relance budgétaire en vue
- L'Allemagne reste relativement inflexible
- La reprise de l'inflation poussera durablement les taux d'intérêt en terrain négatif
- Revalorisation probable des actions européennes

### La confiance s'est améliorée dans la zone euro depuis le vote britannique

Le vote des Britanniques avait pris par surprise les observateurs et les prévisionnistes. La réaction dans les marchés financiers avait été vive, mais de courte durée. Trois mois plus tard, les incertitudes persistent sur les effets réels d'une future sortie du Royaume-Uni sur la situation économique et politique de l'Union européenne. Ces incertitudes semblent toutefois considérées avec une plus grande sérénité, peut-être en raison de la lenteur du processus, mais aussi parce que d'autres facteurs plus importants encore auront des effets plus décisifs sur les perspectives économiques de la zone euro.

Ainsi, les dernières statistiques publiées sur la confiance des ménages par la Commission européenne pour le mois de septembre montrent

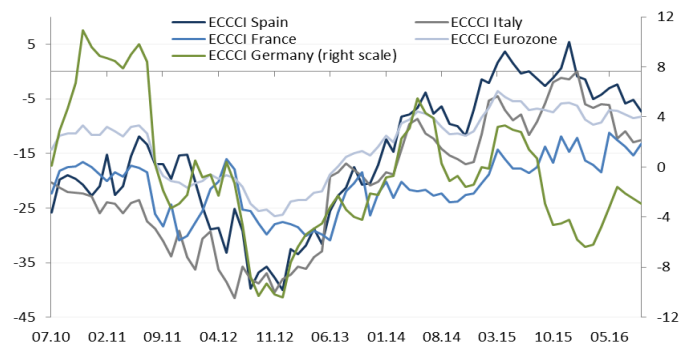
une amélioration sensible du sentiment, après plusieurs semaines de dégradation de la confiance consécutive au vote britannique. Le niveau de confort des ménages est désormais supérieur à la moyenne historique des trente dernières années.

La confiance s'est particulièrement améliorée en Allemagne et s'est stabilisée en France. L'Italie et l'Espagne, malgré une dynamique de relance en cours, ont plutôt vu l'enthousiasme des ménages se tasser un peu.

Un autre facteur intéressant publié par la Commission européenne montre une amélioration du sentiment général et du climat des affaires. L'indicateur de sentiment économique (ESI) calculé sur la base d'une étude auprès de 75'000 entreprises a progressé en septembre de 103.4 à 104.9 en un mois.

Ce dernier indicateur coïncide historiquement avec le PIB, ce qui laisse présager un troisième trimestre toujours en croissance malgré les incertitudes liées au Brexit.

### Indicateurs de confiance



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

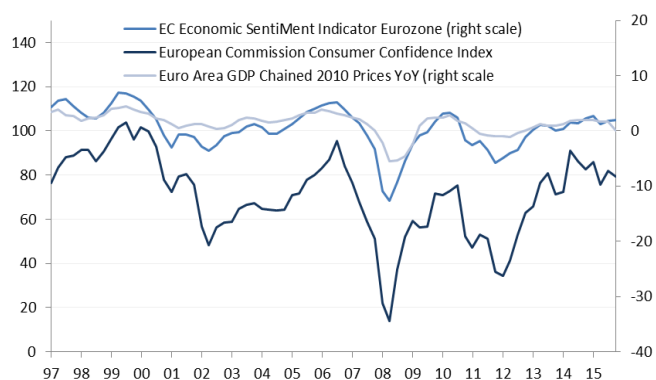
Avant le référendum, la confiance des consommateurs en Europe s'améliorait régulièrement depuis 2012. Les entreprises et les ménages étaient de plus en plus confiants sur les perspectives conjoncturelles, le Brexit n'aura donc que temporairement affecté leur moral. Nous

estimations probable que les prochaines statistiques montrent un peu moins d'optimisme, sans remettre en question la tendance de fond, et c'est effectivement ce qui semble se produire depuis quelques mois. La perte de confiance temporaire n'a selon nous pas eu de réel effet sur la dynamique de reprise en Europe.

### Croissance de +0.3% attendue au 3<sup>ème</sup> trimestre en zone euro

Le PMI des services glissait de 52.8 à 52.1 et contrastait avec le bond appréciable du PMI manufacturier en hausse de 51.7 à 52.6. La construction enregistrait une belle progression de +3.1% sur un an en juillet et +1.8% sur un mois. Les ventes de détail ont aussi bondi de +1.6% à +2.9% sur une base annuelle, confirmées par un PMI du secteur en hausse de 48.9 à 51 et des indicateurs ZEW et Ifo pointant dans la même direction.

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



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

### Le Brexit ne déstabilise pas la zone euro

En Europe, la croissance avait temporairement ralenti au 2<sup>ème</sup> trimestre et semble déjà se raffermir au second semestre. Les effets liés à la baisse du cours du pétrole et de l'euro ont un peu perdu de leur intensité. Le renforcement de la consommation et de l'investissement était en partie pénalisé par les craintes d'impact négatif du Brexit et par le manque de réaction et de visibilité des politiques. Le Royaume-Uni prend son temps pour activer l'article 50, ce qui permet aux marchés financiers de se rassurer sur les effets à court terme du Brexit et sur la capacité de la zone euro à résister aux incertitudes politiques et économiques provoquées par le vote britannique. Les nouvelles économiques récentes sont plutôt positives et pointent notamment sur une reprise de l'investissement et du crédit. Les créations d'emploi soutiennent les perspectives de hausse de la consommation des ménages, déjà renforcées par la reprise du crédit. Le contexte économique international s'est amélioré et les anticipations d'accélération de la

dynamique de croissance aux Etats-Unis devraient aussi favoriser la reprise en Europe.

Le manque de visibilité politique persistera bien entendu et restera un facteur d'incertitude ponctuel. Les investisseurs devront attendre pour voir un véritable changement en matière de politique budgétaire correspondant à leurs attentes. Le plan annoncé par le président Juncker est en effet insuffisant pour démontrer une forte cohésion des Etats et présenter une vision claire du futur développement de l'Union européenne sans le Royaume-Uni. Cela dit, la BCE est restée particulièrement sereine dans ce contexte, en cherchant à rassurer et à apporter un maximum de sérénité face à la décision du peuple britannique et à ses conséquences sur la zone euro. Tout en rappelant que son action doit être relayée par des décisions gouvernementales et des réformes pour une efficacité maximale, elle envisage sans doute de prolonger son programme d'achats d'actifs et de maintenir sa pression baissière sur les taux en 2017.

Nous l'avons déjà relevé, les risques économiques peuvent être considérés comme relativement faibles pour la zone euro. En termes d'échanges commerciaux, le Brexit ne devrait pas avoir une importance majeure. Mario Draghi prévoyait un impact possible du Brexit de -0.3 à -0.5% sur la croissance du PIB en zone euro sur les trois prochaines années. Une estimation clairement inférieure aux prévisions souvent trop pessimistes redoutées.

### Agrégats monétaires et développement du crédit favorables à la croissance

L'économie européenne aura sans doute connu une mauvaise passe au début de l'été. Mais au vu des statistiques économiques du crédit et de l'évolution des agrégats monétaires, on peut raisonnablement espérer une relance conjoncturelle en seconde partie d'année. Au troisième trimestre, la croissance a certainement été un peu meilleure en raison notamment de la croissance de la masse monétaire. M1 a progressé de +8.9%, tandis que M3 avançait de +5.1%. La BCE cherche toujours à provoquer de l'inflation, mais ces taux de croissance semblent encore insuffisants pour lui permettre d'atteindre ses objectifs en la matière. Du côté du financement de l'activité économique, la croissance des prêts au secteur privé en juillet a atteint +1.7%, ce qui correspond toujours à son meilleur niveau depuis près de cinq ans.

La croissance du crédit reste un facteur essentiel dans la confiance et la consommation des ménages. La croissance des prêts aux ménages montre encore une tendance favorable même si celle-ci perd un peu de force en 2016.

## La BCE pousse les gouvernements à mener des réformes

A l'annonce du Brexit, le président de la BCE Mario Draghi avait estimé que les dangers économiques générés par la décision britannique de sortir de l'UE étaient finalement certainement moins graves que ceux estimés initialement. La zone euro ne devait pas fléchir de plus de -0.3% à -0.5% du PIB sur les trois prochaines années. La BCE n'a pas ressenti le besoin d'agir immédiatement et trois mois plus tard, celle-ci n'a toujours pas apporté de modification significative à sa stratégie. Récemment, Mario Draghi a encore souligné la nécessité de faire des réformes à l'échelon européen et aux niveaux nationaux pour pouvoir bénéficier à plein des mesures de politique monétaire appliquées. La BCE est de plus en plus consciente des risques que la politique ultra accommodante de taux négatifs fait peser sur les banques et les épargnants européens. Mais elle réfute tout de même le lien entre la situation particulière de banques systémiques comme la Deutsche Bank et la politique de la BCE. La BCE semble vouloir toujours plus convaincre les gouvernements européens d'utiliser les stimulus monétaires comme une opportunité pour mettre en place les réformes structurelles nécessaires. Sans elles, la relance ne pourra pas être durable. L'injection de 1.7 trillions d'euros et les taux négatifs ont permis d'éviter la menace d'une dépression et ont largement contribué à la relance conjoncturelle en cours. L'heure est donc aussi venue selon nous d'adopter des politiques budgétaires moins restrictives en zone euro, et pourquoi pas un budget global prévoyant plus d'investissements pour surmonter le Brexit.

## Plan de relance européen axé sur la sécurité, la défense, la croissance et le numérique

Comme nous le suggérons au lendemain du Brexit, les premières propositions d'action ont été dévoilées par la Commission européenne au parlement à Strasbourg lors du discours annuel sur l'état de l'Union européenne. La relance par l'investissement semble avoir fait l'unanimité pour convaincre les populations de l'utilité de rester membre de l'Union européenne. Mais ce plan de relance ne semble malheureusement pas prêt de doper la confiance, même si sur le papier il s'agit de doubler la durée et la capacité du plan Juncker pour le faire passer de 315 à 630 milliards. Les grandes lignes du projet, dévoilées et résumées ci-dessous, n'apportent toutefois que peu de soutien réel immédiat et témoignent d'un manque de vision.

### Sécurité

La création d'un nouveau corps européen de gardes-frontières a été annoncée comme une priorité pour

lutter contre la porosité de certaines frontières européennes.

### Défense

Mise en commun de ressources militaires et création d'un fonds d'investissement de la défense pour stimuler l'innovation et la recherche.

### Croissance

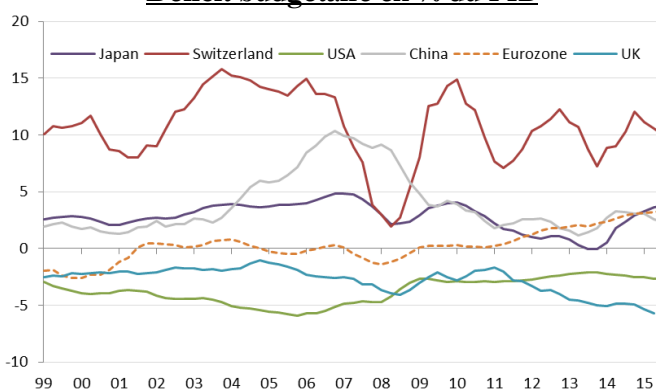
Le plan d'investissement lancé en 2014 pour doper la croissance et l'emploi devrait atteindre 630 milliards d'euro en cinq ans devrait être financé par le budget européen et la Banque européenne d'investissement pour motiver également l'investissement privé. Un fonds du même type pour l'Afrique devrait créer des opportunités et contribuer à s'attaquer aux causes des migrations vers l'Europe.

### Telecom - Numérique

Une réforme du secteur est jugée nécessaire depuis la révolution numérique pour rester compétitif sur le plan mondial. Le passage de la 4G à la 5G devrait être stimulé.

Ce plan est donc relativement décevant et bien loin des relances budgétaires attendues et nécessitées par la situation actuelle. L'orientation budgétaire dans la zone euro s'était stabilisée sous l'impulsion de l'Allemagne à un niveau global de déficit plutôt faible en comparaison internationale. Il faut aujourd'hui pouvoir convaincre les pays disposant d'une réelle marge de manœuvre comme l'Allemagne de changer de politique.

### Déficit budgétaire en % du PIB

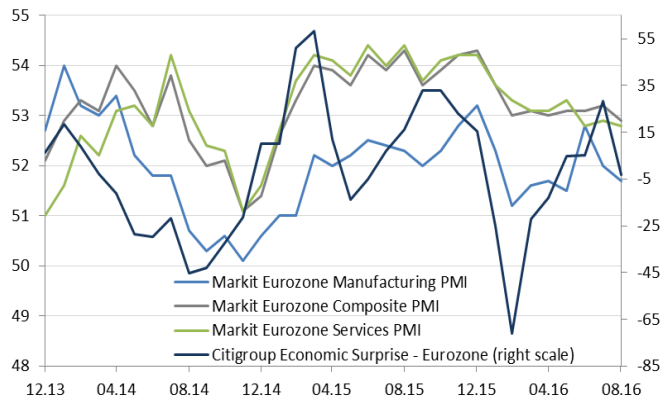


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La difficulté de cette entreprise réside dans la mise en œuvre et le respect du Pacte de stabilité et de croissance. Maintenir la confiance en respectant ses limites tout en s'efforçant de mettre sur pied des politiques budgétaires propices à la croissance reste un objectif difficile à réaliser. Avec ce plan, on est encore loin de la réorientation du projet européen prônée par certains politiciens, en assouplissant par exemple la règle des 3% de déficit public maximum par rapport au PIB, aujourd'hui trop contraignante pour permettre une action anticyclique favorable à la croissance. Dans la zone euro, le déficit public agrégé n'est que de -1.8% du PIB. Clairement, la

crise financière a permis des réformes structurelles dans les Etats du sud de l'Europe, mais la situation en Allemagne est restée unique. L'Allemagne dispose de la plus forte marge de manœuvre pour une relance budgétaire globale, mais pour l'instant une inflexion de la philosophie rigoriste allemande n'est toujours pas à l'ordre du jour.

### Eurozone - Indicateurs de surprises économiques



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### La reprise de l'inflation pousse les taux d'intérêt réels en terrain négatif

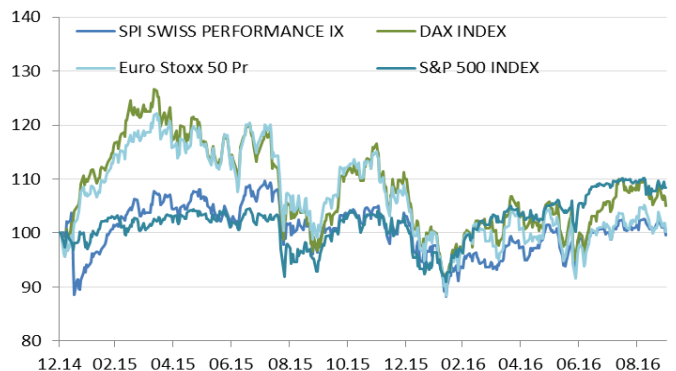
Malgré une probable reprise de la croissance aux 3<sup>ème</sup> et 4<sup>ème</sup> trimestres, il est encore peu probable qu'une remontée sensible de l'inflation et des taux d'intérêt se mette en place avant 2017. Cela dit, les risques déflationnistes qui étaient revenus au premier plan des préoccupations pendant le premier semestre ont tout de même été écartés pendant l'été grâce à la remontée des cours du brut notamment. L'indice des prix en zone euro a pu ainsi remonter de -0.2% en avril à +0.4% en septembre (+0.8% CPI hors alimentation et énergie), soutenu par une hausse dans les principaux pays de l'Union. Le taux d'utilisation des capacités encore bas et le niveau de chômage toujours élevé n'apporteront pas rapidement une contribution positive. Dans un contexte de remontée de l'inflation au-dessus de zéro et des taux d'intérêt gouvernementaux à long terme souvent inchangés depuis la fin juin (Bund allemand à dix ans à -0.15%), les taux d'intérêt réels européens deviennent de plus en plus négatifs et favorables à une relance conjoncturelle.

Nous estimons que cette tendance sera un facteur de soutien très important en 2017 pour la croissance.

### Revalorisation probable des actions européennes

Les actions européennes restent délaissées en raison des risques liés au Brexit. Mais la croissance se renforce pourtant et les statistiques économiques sont plutôt en train de se raffermir. Les incertitudes l'emportent pour le moment sur les perspectives positives et sur le niveau de valorisation attirant à 12.7x les bénéfices 2017. Le Brexit n'aura par ailleurs pas d'impact majeur sur la marche des affaires et les bénéfices des grandes valeurs européennes. Ces dernières n'ont pas une exposition suffisamment importante au Royaume-Uni pour justifier des risques d'effondrement des profits. En l'absence d'un choc sur la confiance des ménages, la zone euro maintiendra une croissance du PIB supérieure à +1.5% en 2016. Les valeurs européennes devraient bénéficier d'une prochaine phase de revalorisation.

### Marchés actions européens



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### Conclusion

**La zone euro surmonte les incertitudes du Brexit et retrouve une certaine confiance. Les perspectives économiques se renforcent malgré un plan Juncker peu convaincant. La politique monétaire de la BCE sera plus expansive en 2017. L'inflation remonte au-dessus de zéro et pousse les taux réels en territoire négatif. Le PIB et les actions européennes devraient en profiter.**

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