



Accélération de la dynamique européenne au second semestre

La croissance en zone euro fait jeu égal avec les Etats-Unis. Hausse de l'euro justifiée par les fondamentaux. Ecart de valorisation et de profits en faveur des sociétés européennes.

Points clés

- Les élections allemandes assombrissent les perspectives de reconstruction européenne
- La BCE est confiante mais elle s'inquiète de la hausse de l'euro
- Politique monétaire toujours accommodante en 2018 malgré un recalibrage attendu du QE
- La hausse de l'euro reflète essentiellement l'amélioration des fondamentaux en zone euro
- Stabilisation temporaire de la monnaie unique
- La croissance européenne surprend en faisant jeu égal avec celle des Etats-Unis
- Accélération probable du PIB au second semestre
- Le climat de confiance se renforce très largement
- L'inflation ne repassera pas au-dessus de 2% avant 2018
- La zone euro ne fait plus peur, les Credit Default Swaps sont au plus bas
- Intérêt croissant pour les actions européennes

Les élections allemandes assombrissent les perspectives de reconstruction européenne

Les élections allemandes ont offert sans surprise à Angela Merkel un quatrième mandat avec un score cependant décevant (33%) pour son parti, mais la poussée de l'extrême droit choqué, inquiète et déstabilise les forces en présence.

La chancelière devra constituer une coalition autour d'elle pour gouverner. Une entreprise qui semble difficile à organiser en raison du choix du SPD de ne pas y participer et d'être un parti d'opposition. Une alliance avec le FDP reste possible mais n'est pas sans conséquences politiques. La chancelière entame donc ce nouveau mandat dans un contexte complexe et plus incertain.

A moyen terme, les idées de réforme du président français et les perspectives de reconstruction européenne pourraient bien faire les frais du processus de constitution d'une coalition, si celui-ci débouche sur un accord avec le FDP, plutôt hostile aux perspectives de relance européenne.

L'euro a déjà réagi à ces nouvelles incertitudes en lâchant 3 centimes contre le dollar dans les jours suivant l'élection. Cette réaction interrompt une tendance haussière en place depuis huit mois.

A court terme, il nous semble que cette nouvelle donne politique pourrait bien freiner l'enthousiasme des investisseurs pour la monnaie unique.

La BCE est confiante mais elle s'inquiète tout de même de la hausse de l'euro

La BCE avait décidé de maintenir sa politique inchangée lors de sa dernière réunion de septembre. Plus récemment, les dernières déclarations du président de la BCE devant la commission des affaires économiques du Parlement européen ont encore témoigné de la confiance de l'institution dans le succès de la politique menée pour relancer la croissance et renforcer la trajectoire haussière de l'inflation. Mario Draghi relevait toutefois qu'il serait encore certainement indispensable de conserver un degré substantiel d'accommodation monétaire. La conjoncture en Europe semble être sur la bonne voie, mais la hausse récente de l'euro constitue une nouvelle source d'incertitude, alors même que les risques politiques notamment s'étaient très nettement estompés après les élections françaises, avant de resurgir à l'occasion des élections allemandes de ce dernier week-end. Avant le prochain conseil des gouverneurs de la BCE du 26 octobre, on assistera certainement à un renforcement des éléments de langage suggérant que le changement de cap attendu de la BCE dans la conduite de sa politique

monétaire sera progressif, mesuré et pragmatique. Ainsi, le programme de rachat d'actifs, qui devait être maintenu au moins jusqu'au début de l'année 2018, sera certainement ajusté mais conservé au-delà de cette date, pour permettre d'exploiter les marges de flexibilité du programme et de conserver une capacité d'action le cas échéant. La BCE restera prudente dans le pilotage de son action et devrait se garder d'entreprendre des politiques pouvant mettre en danger la reprise économique et l'amélioration de la confiance des agents économiques, dans un contexte macro-économique peut-être déjà fragilisé par l'appréciation de la monnaie unique. La BCE annoncera un recalibrage de son programme dont l'ampleur reste la seule véritable inconnue, mais il est probable selon nous que le programme soit réduit de 60 à 40, voire 30 milliards par mois dès janvier 2018, en raison de l'assèchement des titres « achetables ».

Nous n'envisageons toujours pas dans ce contexte de remontée des taux directeurs pour les prochains trimestres, cette éventualité étant toujours prévue seulement plusieurs mois après l'interruption du programme d'achat d'actifs.

La hausse de l'euro reflète essentiellement l'amélioration des fondamentaux

La hausse de l'euro, si elle se poursuit, pourrait en effet freiner l'évolution espérée de l'inflation vers l'objectif fixé par la BCE et contrecarrer les desseins de Mario Draghi. Mais nous estimons toutefois que l'euro pourrait retrouver une certaine stabilité à moyen terme.

Taux de change euro (USD, CHF, GBP)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La hausse attendue de l'euro contre le franc suisse, qui devait porter la monnaie unique vers le niveau de 1.15 en 2017, s'est essentiellement matérialisée au cours de deux derniers trimestres. En ce qui concerne le taux de change euro/dollar, la tendance d'appréciation de l'euro s'est mise en place dès les premiers jours de l'année, laissant supposer que sa vigueur n'était en fait que la contrepartie de la faiblesse du dollar. Cependant, il faut

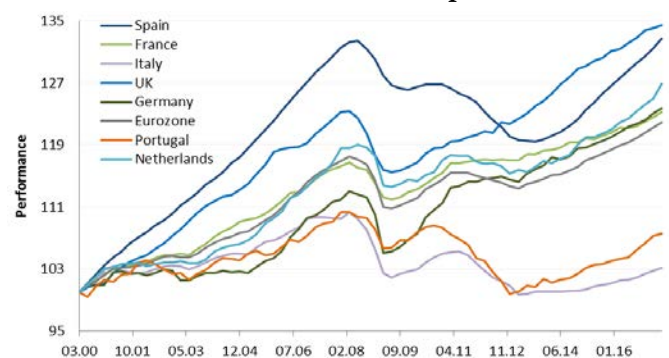
rappeler que l'euro s'est en fait apprécié contre un large spectre de monnaies, indiquant plutôt que l'amélioration de la situation économique et politique en zone euro est le facteur déterminant du changement de tendance.

Ainsi, si nous estimons que la hausse de l'euro a certainement atteint son zénith à court terme, l'amélioration indéniable des fondamentaux économiques et la perspective de renversement de politique monétaire renforceront l'intérêt des investisseurs pour la monnaie unique dans un deuxième temps.

La croissance européenne fait jeu égal avec celle des États-Unis

Nos prévisions de renforcement de la dynamique européenne se confirment en effet au 3^{ème} trimestre. L'OCDE révisé également ses perspectives à la hausse pour 2017, alors que le PIB agrégé de la zone euro passe au-dessus de +2% en juin (+2.3%). La croissance allemande devrait gagner en force et en amplitude, soutenue notamment par la consommation intérieure qui prendra un peu le relais des exportations. En France, elle dépassera certainement +1.7%, alors qu'en Espagne, la tendance reste solide et pourrait porter la croissance du PIB au-delà de +3%.

Evolution des PIB européens

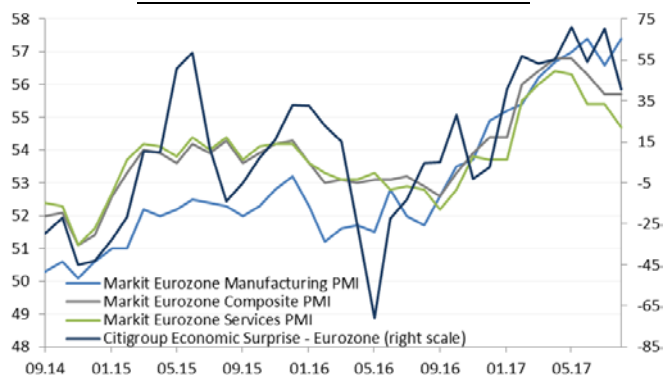


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La fin d'année pourrait même être encore plus réjouissante si l'on en croit les indicateurs avancés. Les indices PMI pour le mois de septembre confirment en effet toujours la nette reprise de l'activité en Europe.

Le PMI composite s'est encore amélioré en septembre (56.7) et se situe à son plus haut niveau depuis 2011 ; le mouvement est similaire pour les indicateurs avancés manufacturiers (58.2). Le sous-indice mesurant la production touche même 59.5 et souligne la reprise d'une dynamique industrielle qui pourrait bien profiter d'une accélération en fin d'année. Le secteur privé se porte mieux et ne semble pas pénalisé par la hausse de l'euro.

Eurozone - Indicateurs avancés



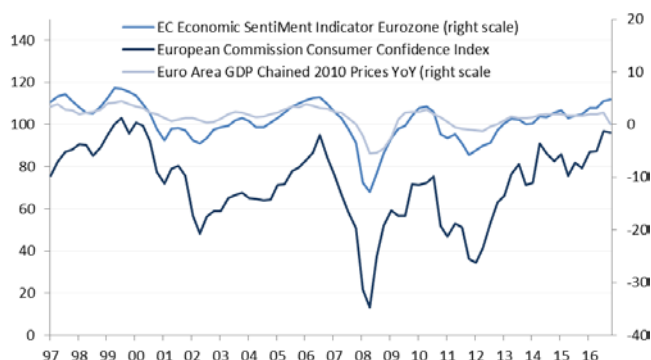
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le PIB enregistre donc sa dix-septième progression trimestrielle consécutive et nous attendons une nouvelle accélération possible au deuxième semestre 2017.

Le climat de confiance se renforce

L'indicateur de la Commission européenne mesurant le degré de confiance des ménages a encore légèrement progressé au 2^{ème} 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



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

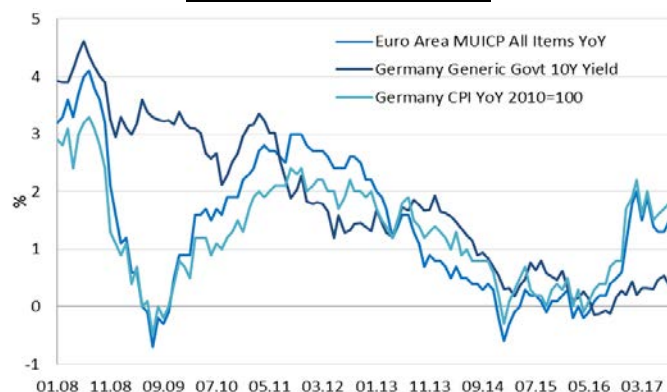
Le niveau de confort des ménages est désormais supérieur à la moyenne historique des vingt dernières années et se situe au plus haut depuis 2008. L'enquête de confiance des consommateurs et des entreprises montre aussi un regain d'optimisme, au plus haut niveau depuis le début de la crise financière. Ce n'est peut-être pas encore l'euphorie, mais cette tendance positive soutient bel et bien la consommation en hausse de +2.6% 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.

L'inflation ne repassera pas au-dessus de 2% avant 2018

Après la hausse attendue de l'inflation au 1er trimestre sur les plus hauts niveaux depuis 2012, les indices de prix ont montré quelques signes d'essoufflement attendus. La dynamique de la hausse des cours du pétrole s'est estompée comme prévu et l'appréciation de l'euro constitue un frein au développement de l'inflation importée. Il est par ailleurs toujours trop tôt pour voir une relance nette de l'inflation liée au marché de l'emploi, encore trop éloigné pour l'instant de son point de friction pour que des hausses de salaires concourent à une hausse des prix. L'objectif de la BCE de ramener l'inflation à 2% sera certainement difficile à réaliser même si la banque centrale poursuit sa politique monétaire accommodante en 2018, en particulier si l'euro s'avère durablement plus fort. L'évolution des coûts salariaux est lente et le taux de chômage de la zone euro ne décline que progressivement. Au rythme actuel, même si le déclin enregistré entre 2013 (12%) et aujourd'hui (9%) se poursuit, il ne retrouvera qu'en 2020 les niveaux du cycle précédent de 7.5% enregistrés avant la crise de 2008. L'inflation de la zone euro a donc logiquement glissé de 1.9% à 1.3% au 2^{ème} trimestre et devrait se reprendre un peu en seconde partie d'année sans pour autant rapidement atteindre l'objectif de la BCE. Sans accélération de l'inflation et des perspectives de hausse des prix, les taux longs peuvent rester encore un temps influencés par l'action de la BCE. L'évolution des taux longs est désormais de plus en plus contenue dans une zone de valorisation étroite de moins de 50 points de base en dessous de zéro pour l'Euro-Bund Future du gouvernement fédéral allemand d'une maturité moyenne proche de 10 ans. Sur l'ensemble de l'année, les taux longs ont tout de même légèrement avancé et se traitent sur leurs niveaux les plus élevés, mais encore légèrement en dessous de zéro.

Un retour de l'inflation au-dessus de +2% ne nous semble pas une condition indispensable pour soutenir une prochaine hausse des taux d'intérêt à long terme en euro.

Taux d'intérêt - inflation

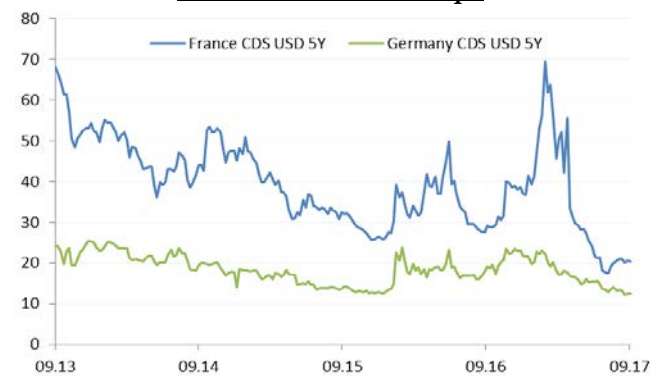


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La zone euro ne fait plus peur

Nous estimons que d'un point de vue relatif et au regard des prévisions effectuées, la situation économique, politique et financière de la zone euro s'améliore plus nettement que celle des Etats-Unis. Les taux de croissance des deux économies se rejoignent, suggérant une dynamique de rattrapage plus sensible de la zone euro. Plus surprenant peut-être encore, la rentabilité des entreprises européennes est désormais supérieure à celle des sociétés américaines exprimées en % du PIB. Les risques politiques et économiques de la zone euro ont très nettement reculé comme le démontrent également les niveaux des Credit Default Swaps (CDS) pour la zone euro, en nette baisse depuis le début de l'année. Ce dernier facteur constitue un élément de soutien certainement important pour la monnaie unique.

Prime des CDS - Europe



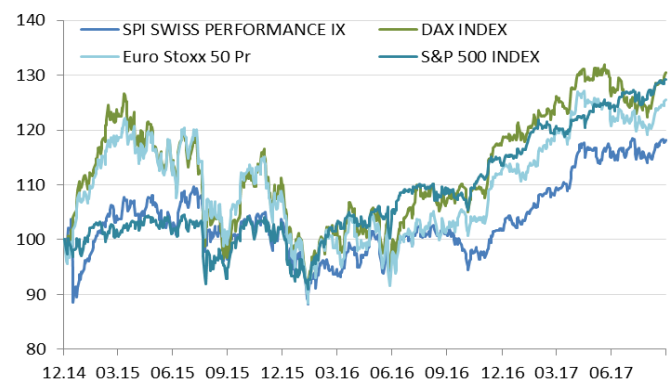
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Intérêt croissant pour les actions européennes

Délaissées en raison des risques politiques en 2016, les actions européennes ont depuis bénéficié d'une phase de revalorisation annoncée pendant le premier semestre. Après avoir suggéré en mai qu'une période de consolidation devenait de plus en plus probable, nous considérons aujourd'hui que les actions de la zone euro pourraient désormais à nouveau surperformer les valeurs américaines en fin d'année. Elles avaient nettement surpassé la performance des titres américains avant de subir quelques prises de profits avec la hausse de l'euro, malgré des résultats des sociétés plutôt solides. A 15x les bénéfices, la valorisation des titres européens

n'était plus aussi attrayante, sans être pour autant excessive. Le consensus de croissance des profits est désormais beaucoup plus optimiste, à juste titre selon nous puisque l'amélioration de la situation économique de la zone euro est de plus en plus tangible. Le redressement de la croissance et de la rentabilité des entreprises sont des éléments clés auxquels viennent s'ajouter d'autres facteurs favorables comme la réduction des grandes incertitudes politiques et systémiques et l'amélioration des conditions du secteur bancaire, entre autres. Ces éléments ont de fait amélioré l'attrait des valeurs européennes qui ont bénéficié du retour des investisseurs étrangers (hausse des achats de non-résidents en début d'année), dont les achats de titres ont aussi soutenu la demande d'euros. La croissance des bénéfices par action en zone euro est désormais de plus en plus proche de celle des sociétés américaines tant pour 2017 (+12.8% contre +11.6%) que pour 2018 (+10.5% contre +11.9%) après avoir été déjà supérieure en 2015 (+11.2% contre +0.3%).

Actions européennes



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

A priori, cela pourrait justifier une valorisation similaire de ces deux grands marchés, mais l'impact du taux de change est sans doute un facteur additionnel à considérer qui joue en 2017 peut-être à nouveau en faveur des valeurs américaines internationales, dont les profits pourraient être dopés par un effet de change positif. Plus déterminant certainement dans le contexte politique américain actuel, les espoirs de réaménagement des conditions fiscales appliquées aux sociétés américaines promis par Donald Trump jouent certainement un rôle dans la vigueur de la demande de titres qui soutient la performance relative des valeurs américaines.

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 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch