



L'économie de la zone euro gagne en puissance et s'affirme

La croissance en zone euro accélère. Stabilisation temporaire de l'euro. La hausse des taux longs se profile en 2018. Les valeurs européennes surperformeront en 2018.

Points clés

- La BCE semble particulièrement optimiste et garde le cap de sa politique monétaire
- Perspectives de croissance relevées à +2.3% (2018)
- L'inflation restera modérée en 2018 (+1.4%)
- Pas de risques immédiats de remontée des taux
- La hausse de l'euro est justifiée mais elle devrait désormais être limitée pour un temps
- La croissance européenne accélère mais restera encore derrière celle des Etats-Unis
- Indicateurs avancés toujours plus optimistes
- Plus forte progression de l'emploi depuis dix ans
- Climat de confiance presque euphorique
- Evolution des taux longs encore temporairement bridée par la politique monétaire
- La hausse des taux longs se profile cependant pour 2018
- 30% de discount pour les valeurs européennes
- 100% de rendement supplémentaire

La BCE semble particulièrement optimiste et garde le cap de sa politique monétaire

La BCE a donné un message particulièrement optimiste lors de sa dernière conférence de presse du jeudi 14 décembre. Elle a notamment relevé très sensiblement ses perspectives de croissance pour la zone euro pour l'année 2017, mais surtout pour les deux années à venir. La BCE prévoit désormais une croissance de +2.4% pour 2017, +2.3% en 2018 et +1.9% en 2019.

Après avoir longtemps été prudent sur la qualité de la reprise économique en zone euro, le ton semblait clairement différent à quelques semaines de la fin de l'année 2017. Mario Draghi parlait en effet de progrès substantiels dans les perspectives de croissance.

Nos perspectives de croissance pour la zone euro comme pour la devise européenne étaient parmi les plus optimistes certainement en début d'année 2017, mais nous constatons avec une certaine satisfaction aujourd'hui, que la tendance estimée est en train de gagner en puissance.

La BCE soulignait donc avec contentement que la croissance de la zone euro était solide et montrait des signes très clairs d'accélération. Mais les perspectives de relance de l'inflation sont restées elles beaucoup plus prudentes et n'ont pas été révisées nettement à la hausse. Les perspectives pour l'inflation en 2017 restent inchangées (+1.5%) et celles pour 2018 (+1.4%) et 2019 (+1.5%) sont à peine relevées, repoussant au-delà de 2020 certainement le moment où l'inflation atteindra son objectif de +2%.

Mario Draghi a donc annoncé sans surprise que la politique de taux directeurs restait inchangée pour l'instant et comme nous l'attendions également, il a aussi confirmé que les rachats de titres se poursuivront comme annoncé jusqu'en septembre 2018 et au-delà si nécessaire. L'institution est confiante dans le succès de la politique menée pour relancer la croissance et renforcer la trajectoire haussière de l'inflation. Mais il sera encore certainement indispensable de conserver un degré substantiel d'accommodation monétaire en l'absence justement de réelles pressions inflationnistes.

La hausse récente de l'euro contre dollar pourrait toutefois constituer une source d'incertitude, justifiant aussi du maintien d'une politique quantitative suffisante pour exploiter les marges de flexibilité du programme, conserver une capacité d'action et laisser le différentiel de taux d'intérêt s'accroître avec la poursuite du processus de normalisation des taux américains. Le renforcement de l'euro semble particulièrement logique dans le contexte d'accélération conjoncturelle, mais la BCE restera prudente pour ne pas laisser cette hausse mettre en

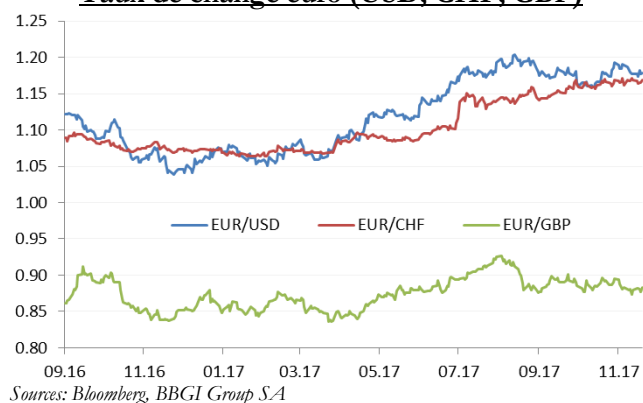
danger la qualité de la reprise économique en cours. La BCE annoncera donc très prudemment en 2018 les éventuels recalibrages de son programme dont l'ampleur reste la seule véritable inconnue, mais il est probable selon nous que le programme soit réduit de 60 à 40, voire 30 milliards par mois dès janvier 2018, en raison de l'assèchement des titres « achatables ».

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 est justifiée mais elle devrait désormais être limitée

La hausse de l'euro pose peut-être déjà un problème à la BCE qui pourrait commencer à s'inquiéter de ses effets indésirés sur les perspectives d'inflation et sur le niveau de compétitivité de l'industrie européenne.

Taux de change euro (USD, CHF, GBP)



L'évolution du taux de change euro/dollar a été une des tendances importantes en 2017. La hausse d'environ +15% de l'euro était certainement en partie due à la faiblesse du dollar, mais c'est avant tout l'amélioration surprenante pour beaucoup des conditions économiques en zone euro qui a redonné de l'attrait à la monnaie unique. L'euro s'est ainsi apprécié contre de nombreuses autres monnaies et en particulier contre le franc.

Nous avons prévu dès le changement de politique monétaire de la BNS en 2015 que l'introduction de taux d'intérêt négatifs provoquerait à terme un désintérêt progressif pour le franc, qui pourrait pousser à nouveau le taux de change vers le niveau de 1.20. On s'en approche désormais de plus en plus et malgré les bons résultats attendus de l'économie européenne en 2018, la phase de revalorisation de l'euro nous semble déjà assez largement engagée pour justifier quelques prises de profits.

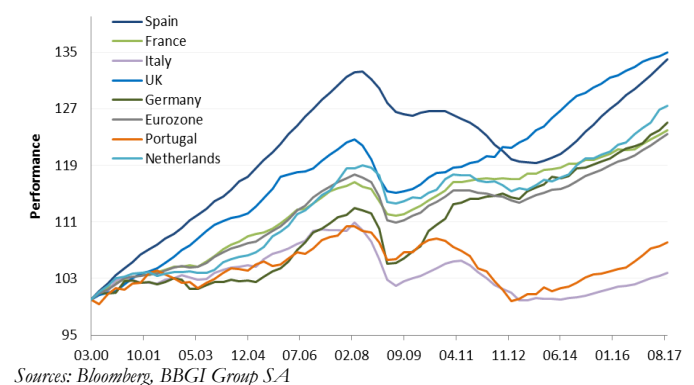
Nous estimons que la hausse de l'euro devrait perdre en intensité en début d'année 2018 contre le franc et le dollar notamment.

Mais après une période de stabilisation il est probable que l'amélioration indéniable des fondamentaux économiques de la zone euro et la perspective de renversement de politique monétaire motiveront un nouvel intérêt des investisseurs pour la monnaie unique.

La croissance européenne accélère mais restera encore derrière celle des Etats-Unis

Nos prévisions de début d'année de renforcement de la dynamique européenne en 2017 se confirment encore en cette fin d'année. Le PIB agrégé de la zone euro atteint désormais +2.6% en novembre et nos prévisions pour 2018 envisagent une croissance encore soutenue de +2.5%. Les deux principales économies européennes dépasseront le seuil de +2% (France +2.2%, Allemagne +2.4%), mais la contribution d'autres économies en nette reprise apporteront un supplément de croissance appréciable. L'Espagne démontrera certainement une dynamique solide en 2018 qui s'inscrira dans la lignée de la croissance supérieure à +3% qui sera sans doute enregistrée en 2017.

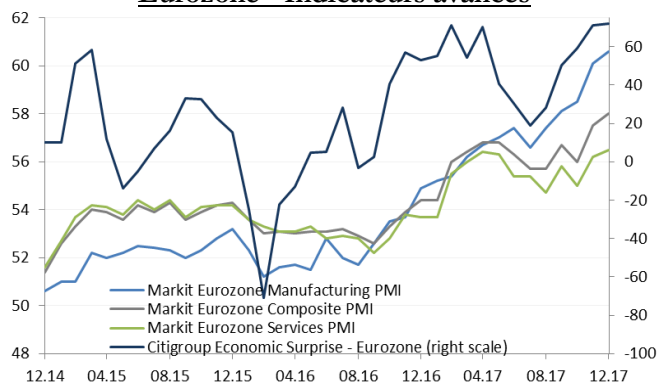
Croissance des PIB européens



Nous nous attendons à une seconde partie d'année 2017 plus solide, qui semble donc se confirmer et être encore soutenue par les niveaux plus élevés des indicateurs avancés. Les indices PMI pour le mois de décembre confirment en effet toujours la nette reprise de l'activité en Europe.

Le PMI composite s'est encore amélioré en décembre (58) et se situe à son plus haut niveau depuis 2011 ; le mouvement est similaire pour les indicateurs avancés manufacturiers (60.6), soulignant la reprise d'une dynamique industrielle qui devrait se poursuivre en début d'année 2018. Le PMI des services suit la même tendance en progressant encore un peu plus à 56.2.

Eurozone - Indicateurs avancés



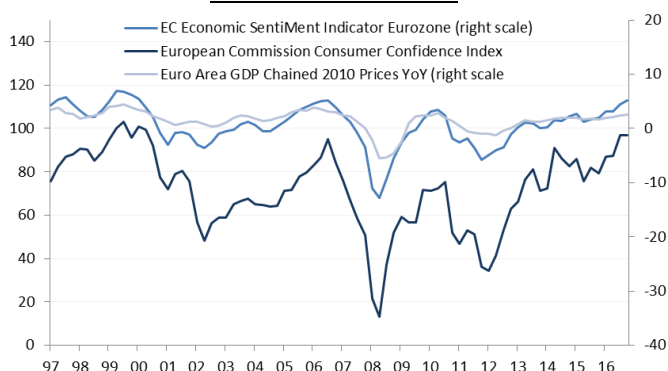
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le PIB enregistre donc une nouvelle phase de croissance durable qui devrait se poursuivre en début 2018.

Climat de confiance presque euphorique

L'indicateur de la Commission européenne mesurant le degré de confiance des ménages a encore légèrement progressé et atteint son plus haut niveau des dix dernières années. L'amélioration du sentiment est assez large et toujours plus soutenue par l'amélioration des conditions du marché de l'emploi. En effet, on enregistre la plus forte progression de l'emploi depuis 2008 après avoir longtemps observé une croissance négative jusqu'en 2014. C'est donc la 4^{ème} année consécutive de croissance de l'emploi qui a comme conséquence une sensible réduction du taux de chômage global de 12% en 2013 à moins de 9% aujourd'hui. Mais c'est aussi l'un des facteurs qui soutient la confiance des consommateurs également au plus haut sur ces dix dernières années.

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. Dans la plupart des pays, on assiste au retour bienvenu d'un optimisme de plus en plus affirmé qui devrait aussi soutenir ultérieurement la consommation et la croissance du PIB.

La hausse des taux longs se profile pour 2018

La hausse des taux longs est encore pour le moment totalement bridée par le maintien du statu quo de la politique monétaire de la BCE. La position développée par Mario Draghi de poursuivre la stratégie d'achat d'obligations jusqu'en septembre 2018 et au-delà agit comme un frein à toute velléité de vouloir ajuster le niveau des taux longs à l'évolution des données fondamentales et macroéconomiques.

Par ailleurs, comme l'évolution de l'inflation ne montre pas de signe clair d'emballement, la nécessité d'ajuster le niveau des taux d'intérêt n'est pas criante. L'inflation se stabilise en effet autour de +1.5% depuis plusieurs mois, après une nette reprise de 0% à 2% constatée entre juin 2016 et février 2017. La hausse de l'euro est un facteur sans doute clé dans cette évolution récente, comme l'a été la stabilisation des cours de l'énergie avant sa dernière progression de 42\$ à 58\$.

Il est certainement encore 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 effectivement lente et le taux de chômage de la zone euro, malgré son déclin sensible, reste à un niveau absolu encore élevé.

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 20 points de base pour les taux à 10 ans du gouvernement allemand qui termineront l'année proche de 0.3%.

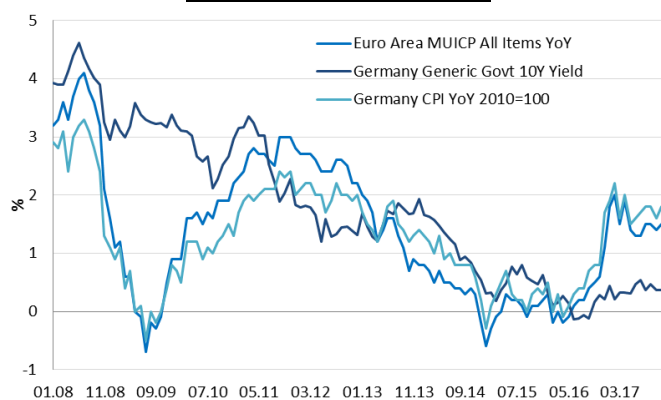
Un retour de l'inflation au-dessus de +2% ne nous semble pourtant pas une condition indispensable pour soutenir une prochaine hausse des taux d'intérêt à long terme en euro.

Les taux européens devraient certainement suivre une tendance haussière provoquée par la normalisation de la politique américaine et la relance

des taux longs aux Etats-Unis. Le différentiel de taux longs nous semble de moins en moins justifié en raison du rattrapage de croissance opéré par l'économie européenne.

Si le premier trimestre devrait encore être caractérisé par une certaine stabilité des taux longs, il est au contraire probable selon nous qu'ensuite, on assiste enfin à un net changement de perception des risques des investisseurs. Nous recommandons de ne pas attendre avant de réduire très sensiblement le risque obligataire en euros.

Taux d'intérêt - inflation



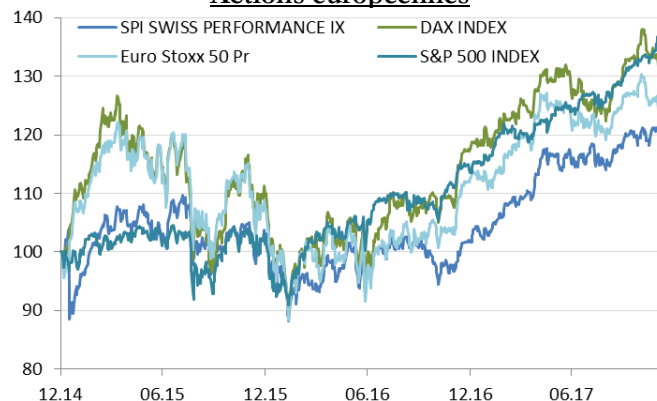
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'avantage est aux actions européennes

La phase de revalorisation des actions européennes n'est pas encore terminée. Délaissées en raison des risques politiques en 2016, les actions européennes ont profité d'une période de revalorisation qui ne leur a pas permis cependant de surperformer en monnaies locales des valeurs américaines dopées par les perspectives de réformes fiscales et par la dynamique des valeurs du numérique au 3^{ème} trimestre notamment. Pourtant, la valorisation des actions européennes n'est pas particulièrement élevée par rapport aux mesures historiques. Elle est même très sensiblement inférieure à celles des titres américains. A 14x les bénéfices 2018, la valorisation des titres européens présente aujourd'hui un discount de 4 points de valorisation par rapport aux actions américaines (PE 2018 de 18x).

La survalorisation des titres américains de 30% par rapport aux valeurs européennes ne nous semble pas justifiée dans le contexte macroéconomique de l'année 2018 également favorable aux valeurs européennes. En termes de rendement du dividende, les valeurs européennes semblent également beaucoup plus attrayantes en offrant un rendement de 4.3%, soit deux fois plus que celui distribué par les titres américains (2%). 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 profitabilité 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 améliorent l'attrait des valeurs européennes qui devraient bénéficier du retour des investisseurs étrangers. La croissance des bénéfices par action en zone euro est désormais de plus en plus proche de celle des sociétés américaines pour 2018 (+10.5% contre +11.9%).

Actions européennes



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nous estimons que l'écart de valorisation n'est de loin pas justifié. Le discount actuel d'environ 30% en faveur des actions européennes devrait être réduit au moins de moitié en 2018.

Les actions européennes devraient ainsi assez sensiblement surperformer les valeurs américaines en 2018 en monnaies locales.

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