



26 mars 2018

De nouvelles opportunités pour les actions de la zone euro

Croissance soutenue de la zone euro. Inflation insuffisante. Les risques d'un euro fort. Hausse des taux longs. Opportunités pour les actions de la zone euro. PE bas et Yield élevés.

Points-clés

- La fin du Quantitative Easing annonce une prochaine normalisation des taux directeurs
- La BCE attendra de voir l'inflation au-dessus de 2% pour modifier ses taux d'intérêt
- Les risques d'un euro fort s'intensifient et pèsent sur la conjoncture ainsi que sur l'inflation
- Pour l'instant la croissance de la zone euro conserve un rythme soutenu (+0.7% attendu au 1^{er} trimestre)
- Croissance du PIB 2018 estimée à +2.4%
- La confiance reste élevée et supporte la dynamique en cours de développement
- La hausse des taux longs est engagée
- Nouvelles opportunités pour les actions de la zone euro après la correction des marchés
- Valorisations attrayantes à seulement 13.3x les bénéfices 2018 (16.6x Etats-Unis)
- Rendement séduisant de 3.5% (1.99% Etats-Unis)
- Surperformance des valeurs européennes

La fin du Quantitative Easing annonce une prochaine normalisation des taux directeurs

La BCE affiche une confiance toujours plus assumée dans la qualité de la reprise économique en cours dans la zone euro. Elle relève même que la vigueur de la croissance pourrait surprendre au cours des prochains mois et même surpasser les prévisions. Tout semble aller, en effet, pour le mieux désormais dans la zone euro; la croissance du PIB peut enregistrer une certaine accélération, grâce à une bonne tenue de la consommation des ménages, à un marché du travail plus dynamique et à des exportations en hausse, malgré l'appréciation de l'euro.

La BCE relève ses perspectives de croissance pour 2018 à +2.4%.

Les indicateurs économiques suggèrent donc une poursuite de ces tendances favorables, confortant un peu plus la BCE dans son analyse positive des perspectives pour 2018 et 2019.

La confiance est donc bien présente dans l'analyse du président de la BCE qui s'attache toutefois à ne pas vouloir laisser trop de signes aux marchés financiers qu'un durcissement de politique monétaire est proche.

Il tempère ainsi les ardeurs de ceux qui voudraient penser qu'un renversement de politique monétaire est imminent, en relevant que les ajustements qui seront réalisés resteront « prévisibles » et se produiront à un « rythme modéré ». Il y aura donc bien, prochainement, une modification de la politique monétaire, mais certainement pas avant que l'inflation ne gagne nettement en puissance. La politique monétaire de la BCE sera encore patiente, persévérante et prudente, selon les mots de son président. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de modifier sa position en supprimant de son texte la référence à une éventuelle « hausse du QE si nécessaire », tout en maintenant la possibilité de prolongation du programme. Alors que le spectre de la déflation semble battu, la relance de l'inflation reste trop faible en comparaison historique pour justifier une action de hausse des taux directeurs, mais largement suffisante cependant pour espérer ne plus avoir à augmenter le niveau du QE. La BCE tient ainsi à souligner l'importance du facteur « inflation » dans l'ajustement de son programme de rachat d'actifs. Ce dernier devrait cependant prendre fin en 2018, car l'inflation est bien en train de converger vers l'objectif de +2% fixé, même si son rythme de progression peut être momentanément décevant. Toute la difficulté réside donc dans le choix du moment idéal pour interrompre les achats nets d'obligations.

Les dernières décisions politiques du président américain en matière de commerce international posent aussi de

nouveaux risques à la croissance mondiale et à l'évolution des prix, qui viennent s'ajouter à celui représenté par la vigueur récente de l'euro ; deux facteurs essentiels à considérer au cours des prochains mois. Le président de la BCE semble clairement inquiet de l'émergence de nouveaux risques protectionnistes et suffisamment irrité par la position de Donald Trump, au point de vouloir lui rappeler que des tensions commerciales ne seraient pas forcément bénéfiques pour le dollar.

Par conséquent, nous estimons que la BCE ne sera pas particulièrement proactive à vouloir remonter ses taux directeurs dans le contexte actuel. Il faudra certainement encore quelques trimestres de croissance et d'amélioration de l'emploi pour que la BCE se risque à modifier ses taux. L'inflation devra être « résiliente » pour conforter l'institution de modifier clairement sa position, sans risquer d'affecter la dynamique conjoncturelle et les conditions financières.

La BCE maintient le cap de sa politique monétaire en conservant ses taux inchangés et en abaissant toutefois très légèrement ses prévisions d'inflation pour 2019 de 1.5% à 1.4%.

Les risques d'un euro fort s'intensifient

La BCE ne s'y trompe pas, la hausse récente de l'euro contre le dollar pourrait constituer une menace à l'évolution espérée de l'inflation au cours des prochains mois. La progression de la monnaie unique contre le dollar de +15% en 2017 s'est, en fait, poursuivie en 2018 de près de +3%. Une hausse globale d'environ +20% en à peine plus d'un an constitue, en effet, une menace pour les perspectives d'inflation, mais aussi pour le développement futur de l'économie européenne. L'appréciation de l'euro a été un phénomène logique pendant la période d'accélération conjoncturelle relativement inattendue de l'année 2017. Mais au niveau actuel, la force de l'euro pose un problème à la BCE et peut mettre en danger la qualité de la reprise en cours ainsi que la compétitivité de l'industrie européenne.

Taux de change euro (USD, CHF, GBP)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La BCE devra attendre une faiblesse de l'euro et une relance de l'inflation pour remonter ses taux directeurs. Cette conjonction de tendances peut encore prendre du temps à se manifester, justifiant le maintien du statu quo sur les taux directeurs.

En ce qui concerne le taux de change euro/chf, nous constatons encore, à ce jour, que notre stratégie mise en œuvre au lendemain du changement de politique de la BNS s'avère toujours gagnante. L'euro s'est apprécié de près de +10% en 2017 contre notre devise, portant le rebond sur les trois dernières années à près de +20%. Le taux de change a presque retrouvé son niveau du 14 janvier 2015 (1.20). Il y a quelques mois, nous relevions que le rebond de l'euro nous semblait déjà largement refléter l'amélioration des fondamentaux pour entrer dans une nouvelle phase de consolidation relativement horizontale, propice à quelques prises de profits.

Nous estimons aujourd'hui, qu'après deux trimestres de stabilisation, les chances de voir la monnaie unique « challenger » le niveau de 1.20 et le dépasser nous semblent à nouveau élevées. L'euro devrait prochainement perdre du terrain contre le dollar, mais renforcer son attrait à l'égard du franc suisse.

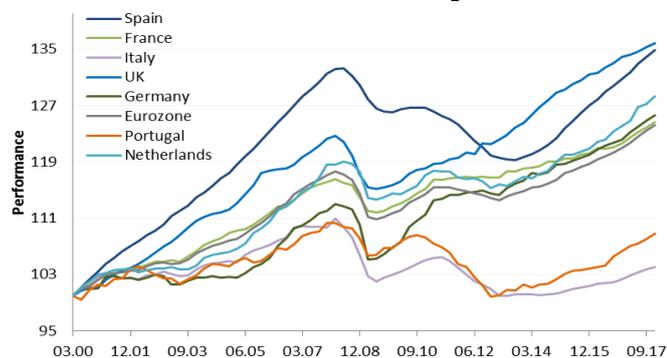
Pour l'instant la croissance de la zone euro conserve un rythme soutenu

Nos prévisions de renforcement de la dynamique européenne en 2017 se sont confirmées avec la hausse de +2.7% du PIB agrégé de la zone euro au 4^{ème} trimestre. La zone euro enregistre un résultat finalement supérieur à celui réalisé par l'économie américaine (+2.5%), en raison du léger tassement de l'activité aux Etats-Unis. Les prévisions de croissance pour le trimestre en cours sont de +0.6% et de +2.5% sur l'année 2018, légèrement meilleures que celles de la BCE. L'année 2018 pourrait encore profiter de l'accélération de la tendance engagée et d'une hausse de la demande, notamment de produits allemands, induites par la reprise mondiale. Le PIB de l'Allemagne pourrait atteindre +2.6% de croissance. L'OCDE estime, de son côté, que le PIB européen pourrait avancer de +2.2%. En France, les surprises concernent aussi bien le marché de l'emploi que l'investissement des entreprises ainsi que l'évolution des exportations, qui devraient s'inscrire dans la tendance de hausse du PIB de +0.7% du 4^{ème} trimestre 2017.

Mais la prudence reste indispensable dans le contexte actuel de vigueur de l'euro et d'un affaiblissement relativement sensible des indicateurs avancés. En effet, les indices PMI ne cessent de glisser depuis leurs sommets atteints en décembre, laissant présager un tassement de l'activité aussi au 1^{er} trimestre 2018. L'indice Markit des services glissait de 58 (janvier) à 55 en mars, confirmant la

tendance initiée par l'indice manufacturier, en baisse depuis décembre (60.6) à 56.6 en mars.

Croissance des PIB européens



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Eurozone - Indicateurs avancés



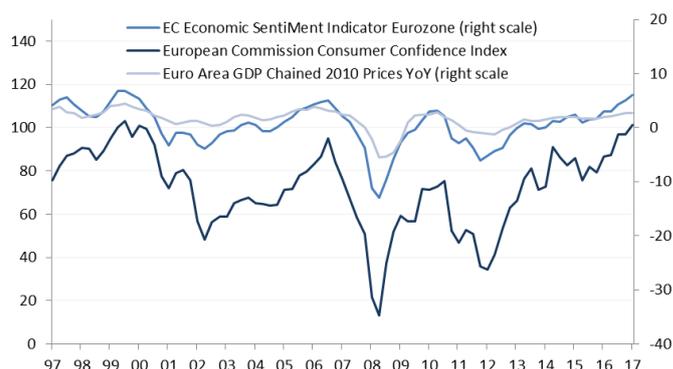
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le début d'année 2018 devrait donc être favorable et confirmer nos prévisions positives de croissance du PIB européen, mais les risques posés par la hausse de l'euro ne sont pas négligeables et pourraient finalement peser sur la dynamique attendue.

La confiance reste élevée

Les négociations au sujet du Brexit ne semblent toujours pas affecter la confiance en zone euro. L'indicateur de la Commission européenne mesurant le degré de confiance économique a légèrement fléchi, mais reste proche du plus haut niveau des dix dernières années. L'amélioration du sentiment est assez large et toujours plus soutenue par l'évolution positive 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 réduction du taux de chômage global de 12% en 2013 à 8.6% 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

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

La hausse des taux longs est engagée

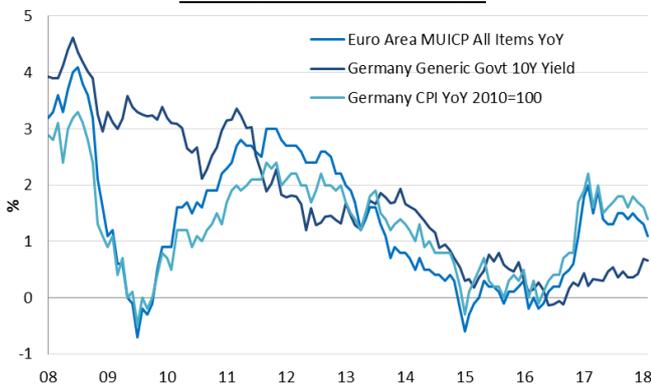
La hausse des taux longs est encore, pour le moment, limitée par deux facteurs essentiels : l'inflation et la politique monétaire. La position de la BCE de maintenir le statu quo de sa politique monétaire et de poursuivre la stratégie d'achat d'obligations agit encore comme un frein aux ajustements qui devraient naturellement être opérés, dans le contexte actuel de croissance économique solide. Le second facteur, l'inflation, ne permet pas non plus de hausse des taux longs, en raison de sa récente faiblesse. Ce dernier élément est fondamental, car en l'absence d'inflation, la nécessité d'ajuster le niveau des taux d'intérêt n'est de loin pas urgente. L'inflation a, en effet, décliné régulièrement depuis le top du 1^{er} trimestre 2017 (2%) et n'est désormais plus que de 1.1% sur un an. L'affaiblissement de l'euro contre le dollar sera certainement le facteur principal autorisant de nouvelles anticipations inflationnistes plus vigoureuses et, ultérieurement, une hausse des taux longs. 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 et, 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. L'inflation devrait cependant remonter progressivement vers 1.7% d'ici la fin de l'année.

Toutefois, l'évolution des taux longs en zone euro ne devrait pas pouvoir s'affranchir de la 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.

Après un premier trimestre encore caractérisé par une certaine stabilité des taux longs, il est au contraire probable, à notre avis, que l'on assiste ensuite 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



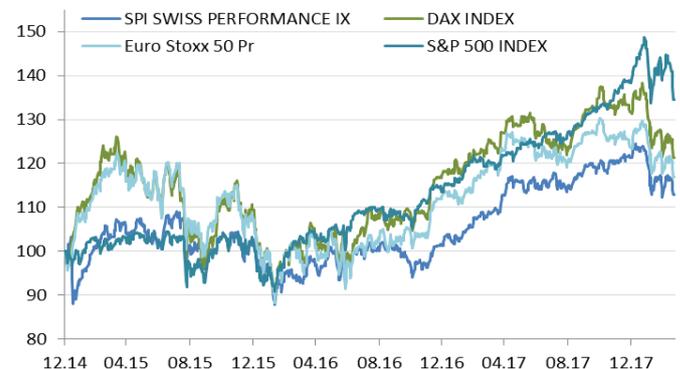
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nouvelles opportunités pour les actions européennes

La correction des marchés financiers débutée en janvier 2018 a finalement été similaire tant pour les valeurs de la zone euro que pour celles du marché américain. Les craintes liées avant tout à la relance de l'inflation aux Etats-Unis et à une remontée plus rapide des taux US aura plongé l'ensemble des marchés actions dans une correction généralisée d'environ -10% des cours. Les indices européens ont effacé les gains d'un an et se retrouvent désormais sur leurs niveaux du début de l'année 2017. La correction des cours n'a pas été plus intense, mais elle est intervenue alors que la phase de revalorisation des actions européennes n'était de loin pas encore terminée.

La valorisation des actions européennes s'est donc améliorée très sensiblement au cours des dernières semaines, tant par rapport aux mesures historiques qu'en comparaison internationale. Elle est même très sensiblement inférieure à celles des titres américains. A seulement 13.2x les bénéfices 2018, la valorisation des titres européens présente aujourd'hui un discount de 3.4 points de valorisation par rapport aux actions américaines (PE 2018 de 16.6x). L'écart de valorisation des titres américains d'environ 25%, par rapport aux valeurs européennes, ne nous semble pas justifié dans le contexte 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 3.5%, soit près de deux fois plus que celui distribué par les titres américains (2%). 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.

Actions européennes



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nous estimons que l'écart de valorisation n'est de loin pas justifié. 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 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