



2 juillet 2018

## L'économie européenne garde le cap malgré les incertitudes

**Relance attendue du PIB. Inflation sur l'objectif de 2%. Affaiblissement de l'euro. BCE RAS jusqu'en 2019. Sursis pour les taux longs. « Discount » de 25% des actions européennes.**

### Points-clés

- Un sommet européen de juin sans conviction
- Compromis dans la crise migratoire
- Les négociations du Brexit s'enlisent
- La crise des migrants éclipsé les réformes de la zone euro
- L'UE ne cédera pas aux menaces de Donald Trump
- BCE : RAS jusqu'en 2019 ?
- Taux directeurs inchangés jusqu'en septembre 2019
- L'euro doit s'affaiblir contre le dollar US et s'apprécier contre le franc
- Reprise probable de la croissance après un léger fléchissement temporaire du PIB
- L'incertitude n'entame pas encore la confiance
- Hausse des taux longs encore en sursis
- Les risques de guerre commerciale pèsent sur les marchés actions
- Les actions européennes bénéficient d'un « discount » de valorisation de 25%

**pays d'entrée. La création de centres d'accueil sur sol européen pourrait même ultérieurement faire place à des « plates-formes » de débarquement et de centres contrôlés en dehors de l'UE.**

En ce qui concerne le Brexit, les espoirs s'amenuisent encore un peu plus alors que les négociations avec le Royaume-Uni s'enlisent et butent en raison de l'absence de position claire du gouvernement de Theresa May. A moins de neuf mois de l'échéance, il n'existe toujours pas de proposition crédible. Sur un autre front, la France et l'Allemagne, qui s'étaient entendues quelques jours avant le sommet de fin juin pour avancer sur l'idée d'un budget européen, doivent se rendre à l'évidence, la crise des migrants a éclipsé le débat. Les dirigeants européens ont en effet reportés les discussions de fonds sur le thème en repoussant les réformes de la zone euro tout en acceptant l'idée de finaliser l'union bancaire et de mettre en place un budget anti-crise. Les européens ont heureusement été plus solidaires et engagés dans la définition de la position à adopter dans la négociation en cours avec les Etats-Unis en matière de barrières tarifaires.

### Un sommet européen de juin sans conviction

**Le sommet européen des 28 et 29 juin s'annonçait critique et décisif, il aura finalement accouché dans la douleur d'un compromis permettant d'envisager la crise migratoire sous un angle nouveau. L'Italie est satisfaite, elle n'est plus seule à devoir gérer cette crise, la solidarité l'a emporté.**

**L'Union européenne semble avoir enfin trouvé un compromis dans la difficile crise migratoire lors du dernier sommet de la zone euro. L'accord est fragile et surtout flou dans sa mise en œuvre, mais la coopération européenne l'a emporté et la solidarité sera désormais mieux assurée avec les**

### L'UE ne cédera pas aux menaces de Trump

La guerre commerciale engagée par Donald Trump pourrait encore s'étendre, elle concerne désormais aussi une hausse de 20% des droits de douane sur les importations de véhicules européens. L'Europe ne semble pas avoir l'intention de céder aux menaces et montre un front uni face à l'attaque jugée inacceptable des américains. L'Union européenne semble prête à introduire de son côté des mesures en représailles qui pourraient atteindre plusieurs centaines de milliards de dollars de produits américains si les Etats-Unis mettent à exécution leur menace de taxer les importations automobiles. Une telle escalade des tensions commerciales n'est pas souhaitable et comme le précisait Mario Draghi, les risques que font peser ces menaces sur l'économie européenne pourraient affecter la dynamique actuelle. Le

président de la BCE semble clairement inquiet de l'émergence de nouveaux risques protectionnistes et semble 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. Pas sûr non plus que l'économie américaine trouve immédiatement son compte à cette vague de protectionnisme engendrée par Donald Trump.

Par ailleurs, les dirigeants européens ont tout de même convenu de propositions visant à modifier l'Organisation mondiale du commerce (OMC) dans le but d'apaiser les tensions en modifiant notamment le processus de règlement des différends.

### BCE : RAS jusqu'en 2019 ?

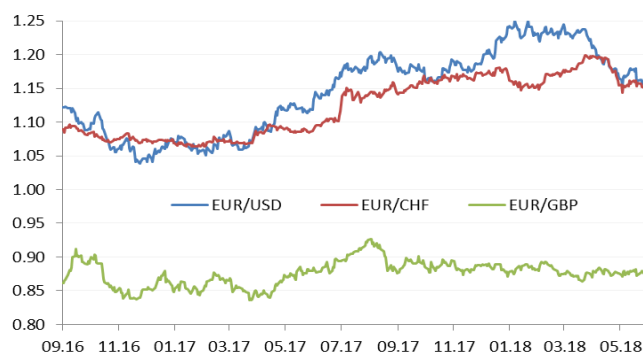
Lors de sa dernière réunion, la BCE a annoncé que, sans la survenance d'un choc inattendu, elle arrêtera le Quantitative Easing à la fin 2018. Elle a aussi souligné que le conseil des gouverneurs prévoyait désormais de laisser inchangé les taux directeurs au moins jusqu'à l'été 2019. La fin du QE désormais annoncée pourrait prochainement mettre un terme à la tranquillité qui semble encore régner dans les marchés de taux. L'arrêt des achats obligatoires de la BCE ne semble en effet pas être considéré aujourd'hui comme un risque probable et imminent par les investisseurs, qui s'inquiètent plutôt pour l'heure de l'affaiblissement conjoncturel du 1<sup>er</sup> trimestre et des risques de guerre commerciale. Cependant, cette décision, lorsqu'elle sera prise en considération plus sérieusement, pourrait selon nous avoir comme effet un ajustement significatif des taux longs, comme ce fut le cas en mai 2015 par exemple, lorsque les taux allemands ont bondi de 0.05% à 1.05% en six semaines seulement. En ce qui concerne les taux directeurs, la BCE ne sera pas particulièrement proactive à vouloir agir avant le dernier trimestre 2019. Il faudra certainement encore quelques trimestres de croissance et d'amélioration de l'emploi pour que la BCE se risque à agir. 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 devra certainement attendre une faiblesse de l'euro et une relance de l'inflation pour remonter ses taux directeurs.

### L'euro doit s'affaiblir contre le dollar US et s'apprécier contre le franc

La monnaie unique reste presque étonnamment très recherchée dans un contexte pourtant plutôt incertain. En effet, l'euro ne souffre toujours pas des menaces de guerre commerciale que fait peser le président américain sur l'UE, du léger ralentissement conjoncturel du début

d'année et de la crise politique des migrants qui pouvait une nouvelle fois menacer la cohésion de la zone euro. Rien ne semble donc perturber l'euro à ce jour, mais son appréciation depuis le début d'année 2017 menace tout de même les perspectives de développement commercial de la zone euro et les prévisions d'inflation. Au niveau actuel, la force de l'euro pose certainement un problème à la BCE et met 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

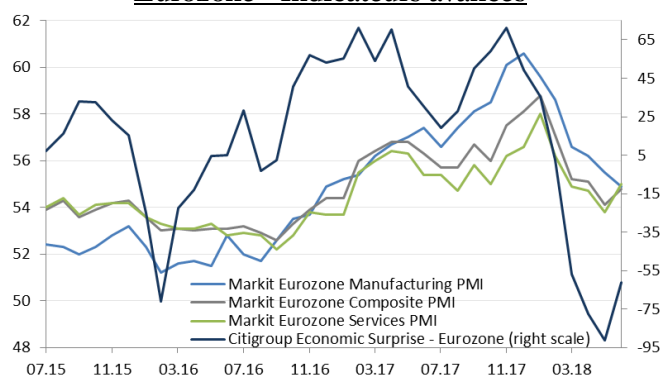
En ce qui concerne le taux de change euro/chf, nous constatons encore, à ce jour, que notre stratégie mise en œuvre au lendemain du changement de politique de la BNS s'avère toujours gagnante. Le taux de change a presque retrouvé son niveau du 14 janvier 2015 (1.20). Il y a quelques mois, nous relevions toutefois que le rebond de l'euro nous semblait déjà largement refléter l'amélioration des fondamentaux et qu'une nouvelle phase de consolidation relativement horizontale, propice à quelques prises de profits devait se développer. Nous estimons aujourd'hui, qu'après deux trimestres de stabilisation, les chances de voir la monnaie unique « challenger » le niveau de 1.20 CHF et le dépasser nous semblent à nouveau plus élevées et notamment dans le prochain contexte d'interruption des achats obligatoires de la BCE et des hausses de taux longs qui ne manqueront pas de se manifester au deuxième semestre.

### Reprise probable de la croissance après un léger fléchissement temporaire du PIB

La dynamique européenne s'était renforcée comme attendu au 4<sup>ème</sup> trimestre 2017 (+2.7%) et affichait un résultat finalement supérieur à celui réalisé par l'économie américaine (+2.5%), en raison du léger tassement de l'activité aux Etats-Unis. Cette embellie ne s'est malheureusement pas poursuivie, l'économie européenne a en effet, à son tour, marqué un peu le pas en début d'année. Les prévisions de croissance pour le 1<sup>er</sup> trimestre 2018 (+0.6%) n'ont effectivement pas été atteintes, la vigueur de l'euro ayant sans doute pesé sur la tendance attendue. Le PIB n'a donc progressé que de +0.4% pour

un résultat sur un an de +2.5%. Il y a quelques mois, nous relevions que la prudence restait de mise en matière de prévision conjoncturelle pour la zone euro, dans un contexte d'affaiblissement notable des indicateurs avancés. Nos anticipations d'une faiblesse temporaire de l'activité en zone euro se sont concrétisées, mais elles font place désormais à une appréciation à nouveau un peu plus favorable pour le trimestre en cours et les prochains mois. Les indices PMI semblent se relever de leur déclin des derniers mois, laissant cette fois présager d'une reprise de l'activité. L'indice Markit des services enregistre une reprise encourageante et rebondit de 53.8 à 55 en juin, mais il reste bien en-deçà de son point maximum récent enregistré en janvier (58). Du côté de l'indice manufacturier la tendance reste à la baisse (54.9) et reste une source de préoccupation.

### Eurozone - Indicateurs avancés



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

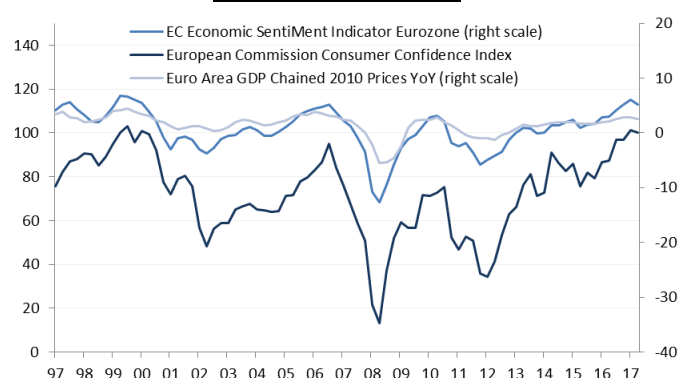
**Nos prévisions positives de croissance du PIB européen sont maintenues, mais les risques posés par la hausse de l'euro ne sont pas négligeables et pourraient finalement peser sur les perspectives d'accélération conjoncturelle.**

### **L'incertitude n'entame pas encore la confiance**

Sur le front institutionnel, la problématique du Brexit ne semble plus avoir d'effet majeur sur la confiance économique. La crise des migrants et en particulier les difficultés de trouver une réponse aux demandes appuyées de soutien de l'Italie, ne semblent pas avoir d'effet non plus. Les déclarations et commentaires du président Trump faisant craindre l'ouverture d'un réel second front en zone euro dans la guerre commerciale déclarée au monde entier, affectent probablement de plus en plus le sentiment des investisseurs et des ménages. L'indicateur de la Commission européenne, mesurant le degré de confiance économique, avait déjà fléchi au 1<sup>er</sup> trimestre, mais celui-ci se dégrade encore un peu désormais, sous l'impulsion de la composante « perspectives économiques », plus nettement en recul que l'indicateur de la confiance des consommateurs.

Les données publiées concernant le climat des affaires et la confiance industrielle sont en léger retrait également, mais comme les indices de confiance des consommateurs, ils restent tout de même proches de leurs plus hauts niveaux des dix dernières années. Sans occulter ce léger tassement de la confiance globale, l'appréciation en début de 3<sup>ème</sup> trimestre reste plutôt positive. L'amélioration du sentiment est assez large et toujours plus soutenue par l'évolution favorable des conditions du marché de l'emploi. En effet, on enregistre une poursuite de la progression de l'emploi et du taux de chômage qui décline en mai à 8.4% et s'éloigne toujours plus du sommet atteint pendant l'été 2013 (12.1%).

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



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

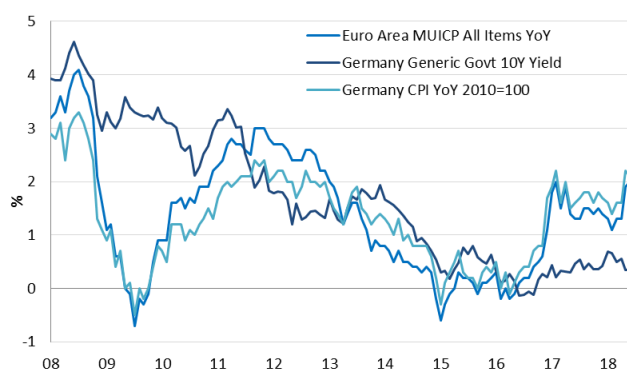
### **Hausse des taux longs encore en sursis**

La hausse des taux longs reste toujours suspendue à l'appréciation de l'évolution des risques inflationnistes et de la politique monétaire de la BCE. En ce qui concerne la position de la banque centrale, sa décision de poursuivre la stratégie d'achat d'obligations même à un rythme réduit agit encore comme un frein aux ajustements qui devraient naturellement être opérés par les investisseurs, dans le contexte actuel d'une croissance économique de +2.5% du PIB par an. Le rendement qui devrait être exigé dans la situation économique présente devrait certainement être plus élevé en raison de la reprise graduelle constatée de l'inflation. Cependant, les pressions à la hausse des taux longs sont encore très limitées, notamment parce que la hausse de l'inflation n'est pas provoquée par une hausse des salaires, mais par les prix du pétrole. Il en résulte notamment une contraction des salaires réels non souhaitée. On enregistre, malgré tout, une relative surprise en juin avec une hausse à +2% de l'indice CPI sur un an, qui égale le niveau de février 2017 et relance les anticipations d'un renforcement des prix, même si nous venons de le voir, celles-ci dépendent pour l'instant principalement de facteurs externes comme la hausse des cours du brut. L'inflation hors alimentation et énergie est restée mesurée et relativement stable à +1%, sensiblement au même niveau que la moyenne des



dernières années. Il est probable que la BCE n'accorde pour l'instant pas plus d'attention à ce chiffre, qui ne dit rien d'essentiel sur les éventuelles tensions en formation dans l'économie autres que celles provoquées par la hausse du pétrole et de l'euro. Il n'est donc toujours pas urgent d'agir et d'ajuster le rendement attendu sur les obligations d'états à dix ans et tenir compte du fait que le CPI a atteint l'objectif souhaité par la BCE. Il faudra encore attendre un renversement de tendance défavorable à l'euro/dollar et l'apparition de tensions sur le marché de l'emploi pour pousser les anticipations inflationnistes à la hausse et prévoir ultérieurement une hausse des taux longs. Malgré un chômage en baisse à 8.4%, il est encore trop tôt pour anticiper une relance nette de l'inflation provoquée par des hausses de salaires.

### Taux d'intérêt - inflation



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

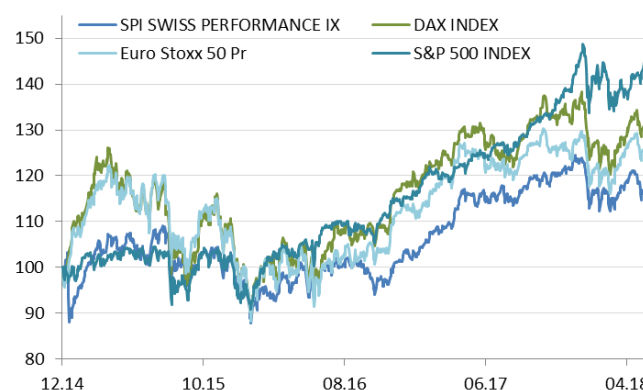
Dans ce contexte, les taux longs en zone euro ne devraient pas pouvoir s'affranchir longtemps encore de la relance des taux longs aux Etats-Unis. Le différentiel de rendement nous semble de moins en moins justifié, en raison du rattrapage de croissance opéré par l'économie européenne.

Après un premier semestre encore caractérisé par une certaine stabilité, on devrait assister à un changement de perception des risques des investisseurs. Nous recommandons de ne pas attendre avant de réduire encore le risque obligataire en euros.

### Les risques de guerre commerciale pèsent sur les marchés actions

La valorisation des actions européennes s'était sensiblement améliorée au cours des dernières mois, tant par rapport aux mesures historiques qu'en comparaison internationale. A seulement 13.6x 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 17x). L'écart de valorisation des titres américains d'environ 25%, par rapport aux valeurs européennes, ne nous semble pas justifié. En termes de rendement du dividende, les valeurs européennes semblent également beaucoup plus attractives, en offrant un rendement de 3.6%, soit près de deux fois plus que celui distribué par les titres américains (1.9%). Les valeurs européennes conservent un avantage de valorisation. Elles devraient bénéficier du retour des investisseurs, mais elles souffrent pour l'instant, de manière sans doute excessive, des incertitudes provoquées par les menaces de guerre commerciale proférées par le président américain.

### Actions européennes



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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