



Les tensions commerciales ont pesé sur le PIB européen

Ralentissement de la croissance. Indicateurs avancés incertains. Fin du « quantitative easing ». Nouveau paradigme pour les taux longs. Belle prime de risque pour les actions européennes.

Points-clés

- PIB plus faible au T2 (+0.4%) et +2.1% sur un an
- La croissance du PIB est plombée par le commerce extérieur en nette baisse
- La balance commerciale chute de 45% en juillet
- Indicateurs avancés en perte de vitesse
- L'économie allemande résiste mais les risques augmentent
- Trump devient le principal facteur d'incertitude
- Climat de confiance mis à l'épreuve
- Encore un peu de stabilité pour l'euro
- La BCE reste confiante mais repousse l'échéance pour une hausse de taux directeurs
- Fin du « quantitative easing » au 1^{er} janvier 2019
- Prochaines tensions sur les taux longs
- Pourquoi les actions européennes sous-performent les valeurs américaines ?
- Prime de risque de 25% en faveur des actions européennes

La croissance du PIB est plombée par le commerce extérieur

L'évolution du PIB européen a encore été marquée au T2 par divers facteurs freinant la dynamique exceptionnelle enregistrée en 2017. En effet, l'économie européenne avait, pendant une courte période, réalisé une performance (+2.7%) supérieure à celle des Etats-Unis (+2.5%) au T4 2017. Mais depuis le début de l'année, la croissance trimestrielle s'est stabilisée à +0.4% pour un résultat sur un an de +2.1% plutôt décevant et nettement en dessous des performances réalisées par l'économie américaine. Les contributions principales à la hausse du PIB ont encore été la consommation des ménages, l'investissement des entreprises, les dépenses publiques et la variation

des stocks. Les investissements en capital ont été le plus fort contributeur au T2 (+0.3%), grâce à une progression de +1.2%. Les trois autres sources de contribution positive ont apporté chacune +0.1%.

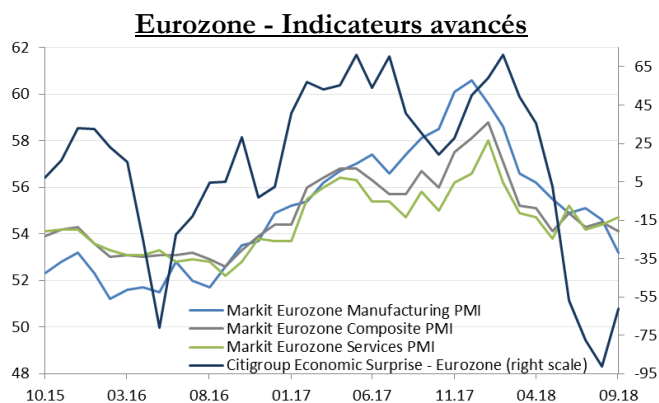
A contrario, le commerce extérieur a pénalisé la croissance du PIB, en raison d'une hausse plus faible des exportations (+0.6%) que des importations (+1.1%). La force de l'euro a certainement été un facteur essentiel de dégradation du solde de la balance commerciale, qui s'est poursuivie au cours des derniers mois. En juillet, le solde positif se réduisait à 12.8mrd d'euros enregistrant un déclin de -45% par rapport à la fin décembre 2017 (22.7mrd).

Pendant, on devrait pouvoir considérer que, malgré la hausse des tensions commerciales entre l'UE et les Etats-Unis pendant l'été, la correction de l'euro de près de -10% de 1.24 à 1.14 contre le dollar puisse développer à nouveau des effets positifs sur les exportations européennes à l'avenir. Mais à court terme, il semblerait au contraire que l'incertitude prime encore et affecte négativement la demande extérieure. L'évolution de l'économie allemande est restée une composante essentielle du résultat globalement positif de la dynamique européenne. Avec une croissance de +0.5%, la première économie de la zone euro a, en effet, enregistré un meilleur résultat que l'ensemble des dix-neuf pays membres. Les contreperformances de la France (+0.2%), de l'Italie (+0.2%) et de l'Irlande (-0.6%) ont pesé sur le résultat de la zone euro. Leurs contributions n'ont pas pu être compensées par les performances positives de plus petits pays plus dynamiques tels que le Luxembourg (+2%), Malte (+1.9%), l'Estonie (+1.4%) ou la Slovaquie (+1.1%). Il y a quelques mois, nous relevions qu'il convenait de rester prudent en matière de prévisions conjoncturelles pour la zone euro, dans un contexte d'affaiblissement notable des indicateurs avancés et de l'émergence de nouveaux risques politiques. Au cours des derniers mois, l'économie européenne a dû faire face à l'accroissement des tensions commerciales avec les Etats-

Unis, aux effets indirects causés par la crise turque et à la question italienne toujours préoccupante.

Indicateurs avancés en perte de vitesse

Les indicateurs avancés restent heureusement positifs, mais ils sont encore en déclin. Ils ne montrent, par conséquent, toujours pas de signes permettant d'envisager une relance et une nouvelle accélération de la conjoncture. L'indice Markit PMI composite a, en effet, encore glissé de 54.5 à 54.1 en septembre, montrant un affaiblissement de la tendance, confirmé par la composante des nouvelles commandes également en baisse de 54.3 à 53.9. Les perspectives semblent quelque peu meilleures pour les services, dont l'indicateur progresse de 54.4 à 54.7. La performance de l'économie de la zone euro est étroitement liée à celle de l'Allemagne ; on pourrait donc s'inquiéter de la chute régulière de l'indice PMI manufacturier allemand, en nette repli de 63.3 en décembre 2017 à 53.7.



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Cette tendance négative se poursuit dans le contexte de tensions commerciales croissantes, de contraction de la production industrielle et de baisse des commandes. Cette constatation est similaire en Hollande et en Espagne. Les prévisions de croissance pour la zone euro sont ainsi sensiblement plus incertaines aujourd'hui.

Trump est le principal facteur d'incertitude

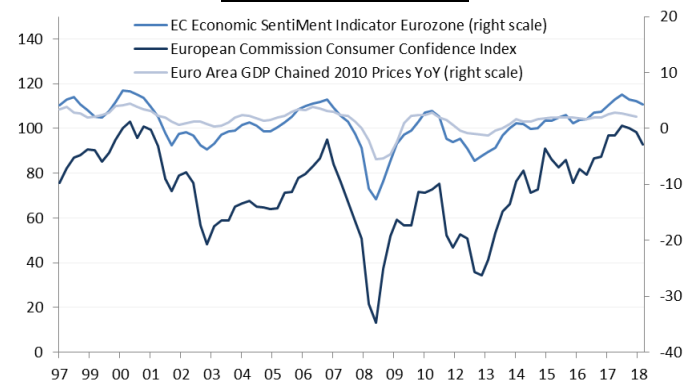
Le Brexit n'est plus une source d'inquiétude majeure pour la zone euro. Il a été largement relégué au second plan par la crise italienne et, surtout, par la montée des tensions entre Washington et Bruxelles sur la question du déficit commercial. C'est désormais clairement le facteur d'inquiétude principal affectant le climat des affaires et le sentiment des consommateurs. Le président de la Commission européenne avait pourtant fait des concessions au président américain pour tenter de désamorcer la guerre commerciale initiée par ce dernier. Il avait alors été convenu que l'UE s'engage à

importer plus de soja américain et de gaz liquéfié. L'union avait également accepté de réduire les droits de douane sur certains produits importés. Pourtant, ces mesures n'ont pas complètement écarté les risques d'introduction de taxes douanières pouvant frapper davantage les importations de véhicules européens. L'Europe veut, à tout prix, éviter de nouvelles tensions et s'apprête même à rouvrir un dossier de plus de trente ans sur la question des quotas d'importation de bœuf américain. La pression imposée par Donald Trump est sérieuse. L'incertitude subsiste donc, malgré les concessions faites, en raison de son acharnement à vouloir considérer l'excédent commercial allemand presque au même titre que celui de la Chine, faisant ainsi craindre de nouvelles mesures coercitives.

Climat de confiance mis à l'épreuve

L'indicateur de la Commission européenne, mesurant le degré de confiance économique, a enregistré son neuvième mois consécutif de déclin. Les ménages, comme les industriels, semblent de plus en plus concernés par l'évolution du contentieux commercial entre les grandes puissances économiques. Le déclin de l'indice du climat industriel a été plus fort en Allemagne et en France, deux pays dont les industries automobiles risquent de faire les frais d'une guerre commerciale. Il faut finalement se tourner du côté des services pour voir une amélioration des indicateurs avancés, car le sentiment des consommateurs a lui aussi marqué le pas, malgré un taux de chômage toujours en diminution. La crise des marchés émergents et la situation en Turquie ont aussi pesé sur l'évolution du sentiment général. L'Europe est certainement plus directement concernée par une dégradation des fondamentaux des pays émergents, en raison de liens économiques plus importants.

Eurozone PIB, confiance économique et confiance des consommateurs



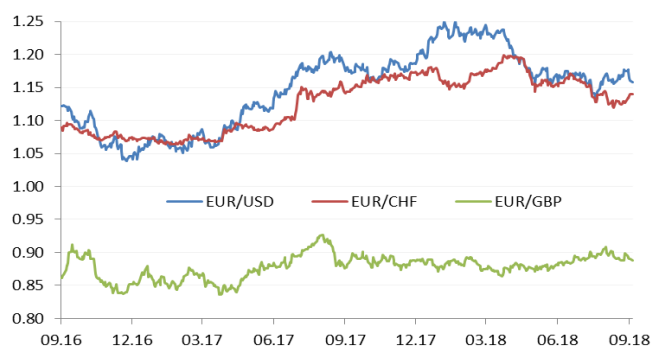
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Encore un peu de stabilité pour l'euro

A court terme, l'euro est affecté négativement par la crise italienne. Mais c'est, avant tout, l'accroissement du

différentiel de taux d'intérêt avec le dollar US et les divergences de performances économiques qui pèsent sur la paire. La BCE devait s'inquiéter de la force de l'euro en première partie d'année, elle doit désormais être rassurée par sa récente faiblesse.

Taux de change euro (USD, CHF, GBP)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'euro devrait poursuivre sa stabilisation contre le dollar, mais il devrait s'apprécier pour se rapprocher une nouvelle fois du niveau de 1.20 CHF. Le différentiel de taux longs devrait, à notre avis, s'accroître en début d'année 2019 en faveur de l'euro.

La BCE reste confiante mais repousse l'échéance pour une hausse de taux directeurs

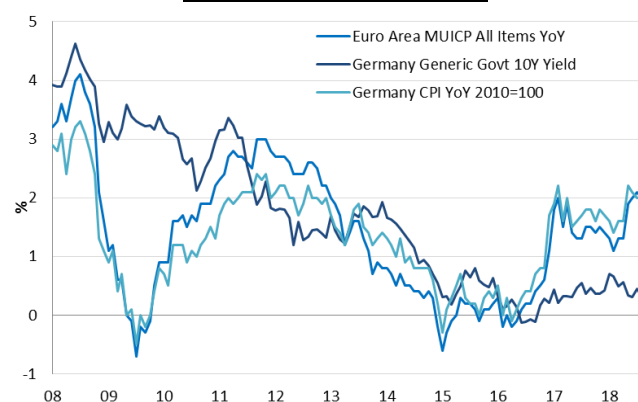
Lors de sa dernière réunion, la BCE a annoncé qu'elle révisait ses perspectives de croissance du PIB pour 2018. La révision est modeste puisqu'elle porte sur une diminution de +2.1% à +2%, soit à peine 0.1% de croissance de moins qu'initialement attendu. Elle motive sa décision par les risques de diminution de la demande extérieure, tout en considérant malgré tout que les risques entourant les perspectives de croissance peuvent encore être évalués comme étant globalement équilibrés. Par ailleurs, elle confirme aussi que les risques liés au protectionnisme et à la vulnérabilité des marchés émergents ont gagné en importance. Lors de sa réunion de septembre, la BCE a donc maintenu, sans surprise, ses taux directeurs inchangés à -0.4% pour les dépôts (réserves excédentaires des banques) et 0.25% pour son taux de prêt, tout en confirmant qu'elle ne monterait ses taux sans doute pas avant l'été 2019. Cependant, le ralentissement conjoncturel actuel pourrait repousser à plus tard une première hausse de la BCE, en particulier si l'économie mondiale devait également connaître une croissance plus faible au second semestre 2019. En ce qui concerne, le « quantitative easing », le rythme actuel de 30mrds d'euros par mois sera réduit à 15mrds par mois jusqu'en décembre, puis à zéro dès 2019. La BCE poursuivra ensuite, pendant une période prolongée, le réinvestissement de la dette arrivant à échéance après la fin des achats nets, afin de maintenir aussi longtemps que nécessaire les conditions de liquidité favorables et

un degré élevé de soutien monétaire. Nous estimons que la BCE ne prendra pas de risque de normalisation de sa politique de taux directeurs avant le dernier trimestre 2019. Il faudra encore quelques trimestres de relance de la croissance et d'amélioration de l'emploi pour que la BCE agisse. L'inflation devra être « résiliente » pour conforter l'institution de modifier sa position sans risquer d'affecter la dynamique conjoncturelle et les conditions financières. Par ailleurs, la BCE attendra certainement une faiblesse de l'euro et une relance de l'inflation pour remonter ses taux directeurs.

Prochaines tensions sur les taux longs

La BCE évoque une inflation vigoureuse dans la zone euro. Le président Draghi semble convaincu que le marché de l'emploi montrera toujours plus de signes de pressions à la hausse sur les salaires, ce qui conduira à une progression de l'inflation sous-jacente au cours des prochains mois. Il est vrai que la tendance est positive et que les salaires ont effectivement enregistré une certaine accélération à la hausse (+2.2%) au 2^{ème} trimestre ; le taux de chômage est au plus bas depuis dix ans (8.3%) et le taux d'emploi (67%) de la population est également au plus haut. L'inflation a atteint +2.1% en septembre, un résultat qui semble confirmer la vision du président de la BCE, mais dont la composante « core » a ralenti à +0.9% pendant la même période. Nous pensons que cette évolution à court terme contredit quelque peu l'appréciation de la BCE et pourrait contribuer à repousser en fin 2019 une première hausse de taux directeurs. Ce développement affecte également la perception du niveau normal des taux longs qui reste liée à l'appréciation de l'évolution de l'inflation, du taux de croissance et de la politique quantitative de la BCE. Le changement annoncé par la BCE modifiera très prochainement la dynamique de l'offre et de la demande.

Taux d'intérêt - inflation



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les achats de la BCE avaient presque absorbé la totalité des nouvelles émissions nettes de titres souverains de la zone euro ; leur disparition soutiendra la hausse des rendements. La chute de la demande dans un contexte

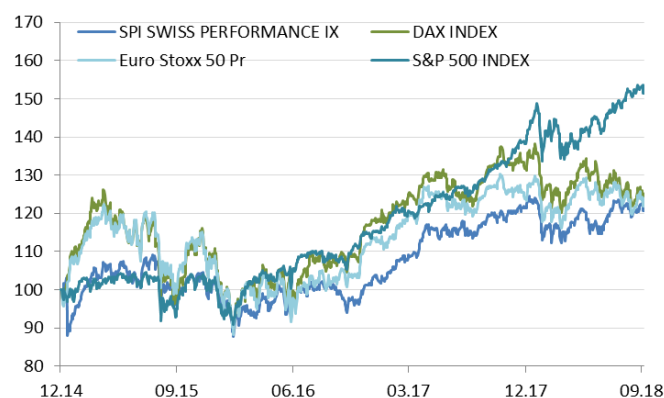
économique positif ne manquera pas de provoquer une hausse des taux longs en début 2019. Le taux à dix ans du Bund allemand a dépassé 0.55% et réagira désormais certainement plus nettement à toute nouvelle concernant l'inflation. Après une longue phase de consolidation autour de 0.5% à dix ans, les taux des obligations d'Etat allemandes devraient à nouveau se tendre et remonter vers 0.75%-1% en début 2019. L'évolution de la crise italienne reste un facteur, temporaire sans doute, qui pourrait freiner ou interrompre cette tendance. L'affaiblissement de l'euro contre dollar est également une variable importante dans l'appréciation du potentiel de hausse des taux longs. Nous pensons désormais que ce facteur n'est plus un frein à l'ajustement logique de la courbe des taux en zone euro. Bien que la décision de la BCE ne soit pas une surprise, nous estimons que son impact réel ne se fera sentir que dans les prochains mois. Ce n'est qu'à ce moment que les investisseurs prendront complètement en considération les risques de correction des cours. Nous recommandons de ne pas attendre avant de réduire encore le risque obligataire en euro.

Pourquoi les actions européennes sous-performent les valeurs américaines ?

La valorisation des actions européennes reste durablement inférieure à celle des actions américaines, sans que cela ne provoque de processus d'arbitrage ou de revalorisation des cours. Aujourd'hui encore, le PE global du marché européen (13.8x les profits 2018) reste très attractif, en comparaison à celui des Etats-Unis (18X les profits 2018). Cet écart de valorisation de 25% est particulièrement important, dès lors nous essayons d'évaluer si le marché américain peut bénéficier encore longtemps d'une telle prime, après avoir enregistré une surperformance d'environ +17% à ce jour en 2018. Les valeurs européennes conservent un avantage de valorisation et de rendement (3.6% contre 1.9%) ; elles devraient bénéficier du retour des investisseurs, mais elles souffrent pour l'instant, de manière excessive, de plusieurs facteurs. La croissance des bénéfices des valeurs américaines peut compter sur le soutien de la politique fiscale qui développe ses effets principalement en 2018 et double les perspectives de croissance (+23%) par rapport à la période 2017 (+12%).

La croissance des profits en zone euro avait été pourtant supérieure en 2017 (+15%), sans que cela ne provoque un arbitrage net. Le différentiel de croissance est clair en 2018 (croissance zone euro inférieure à +10%) mais s'équilibre pour 2019 et 2020, les deux marchés ayant des perspectives similaires (+10%). Ce facteur a sans doute joué temporairement en faveur des actions américaines. L'évolution des perspectives pour les marchés émergents, ainsi que leurs parcours boursiers parfois chaotiques, ont été des sources d'incertitude et de risque plus fort en Europe. En effet, l'exposition des valeurs américaines et européennes à ce risque suggère que les sociétés européennes sont plus engagées et exposées que leurs concurrents américaines. Globalement, les entreprises de la zone euro pourraient être plus affectées par le ralentissement du cycle mondial. La possibilité d'une contagion des crises émergentes sur les pays périphériques de la zone euro, sur le secteur bancaire européen, ainsi que les risques liés à la crise italienne sont aussi des facteurs qui ont pesé sur l'appréciation des risques. Mais le facteur le plus déterminant reste, à notre avis, l'incertitude liée aux menaces protectionnistes des Etats-Unis qui a sans doute le plus contribué à l'élargissement de la prime de risque en faveur de la zone euro.

Actions européennes



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les actions européennes devraient profiter d'une diminution des tensions internationales et bénéficier d'un arbitrage des investisseurs, en raison de la prime de risque qui leur est associée.

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