

Perspectives Globales

L'Europe devient la zone idéale (pour une fois !)

Gestion d'actifs

Mai 2017

La performance de l'économie européenne, en particulier quand on la considère de manière relative aux États-Unis, est en train de devenir rapidement le sujet du moment. Et pour cause : non seulement sa reprise est de bonne qualité et largement diffusée, mais nous pensons qu'elle devrait continuer à être soutenue par une Banque centrale européenne (BCE) accommodante et, du fait de l'incertitude des derniers mois, les marchés d'actifs risqués sont loin d'intégrer tous ces points positifs dans les cours. Il y a une forte présomption que l'Europe soit devenue la zone idéale pour les investisseurs.

Dans les heures qui ont suivi la large victoire d'Emmanuel Macron à l'élection présidentielle française, j'ai écrit que les investisseurs pouvaient maintenant **refocaliser leur attention sur l'amélioration rapide des fondamentaux européens**. Maintenant que le vote est clos et que la poussière est retombée, attardons-nous sur les détails de ces fondamentaux : ils sont impressionnants.

Une reprise forte et large

Même avant le vote français, nous étions enclins à souligner la **reprise "silencieuse" de l'Europe**, sur la foi d'une solide croissance réelle du PIB, d'un climat des affaires et d'indices des directeurs d'achats (PMI) optimistes, de la croissance du crédit et de la baisse du chômage. Selon les dernières estimations, la croissance du PIB en zone euro, ajustée des variations saisonnières, a atteint 2,0% au premier trimestre, à comparer à une première estimation déjà impressionnante de 1,8%.

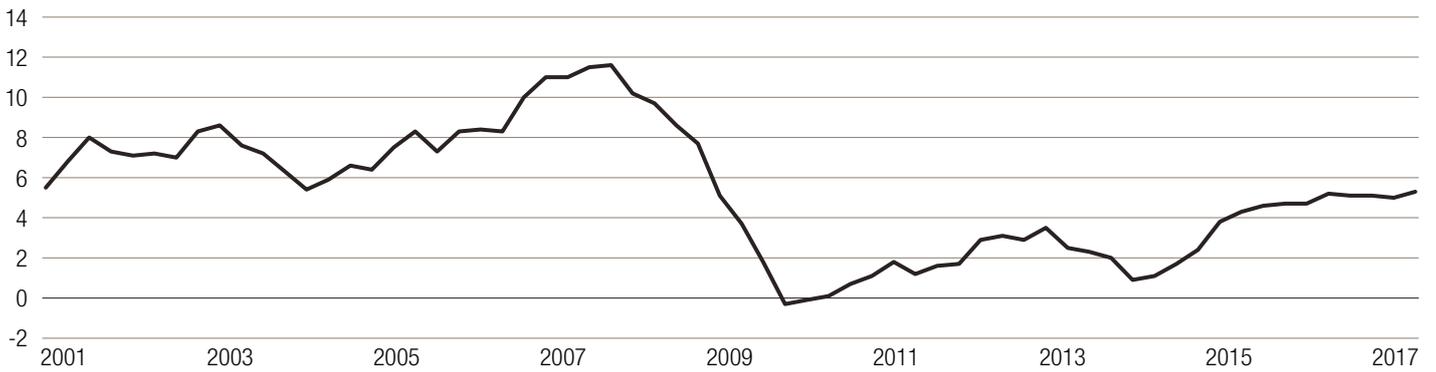
Et ce n'est pas seulement l'Allemagne qui pousse la moyenne à la hausse. La reprise se diffuse largement. L'Italie croît à un rythme annuel proche de 1% depuis maintenant deux ans. De son côté, l'économie portugaise a connu au premier trimestre un spectaculaire rebond de 4% en annualisé. Dans la plupart des pays de la zone euro, les indicateurs PMI sont supérieurs à 55, un niveau très élevé, cohérent avec une croissance annuelle du PIB autour de 3%. Ceci est significativement au-dessus du niveau de 1% par an, ce que nous estimons être à peu près la croissance potentielle, et c'est deux fois le taux de croissance que les US ont délivré au premier trimestre 2017.



Salman Ahmed
Directeur de la Stratégie d'Investissement

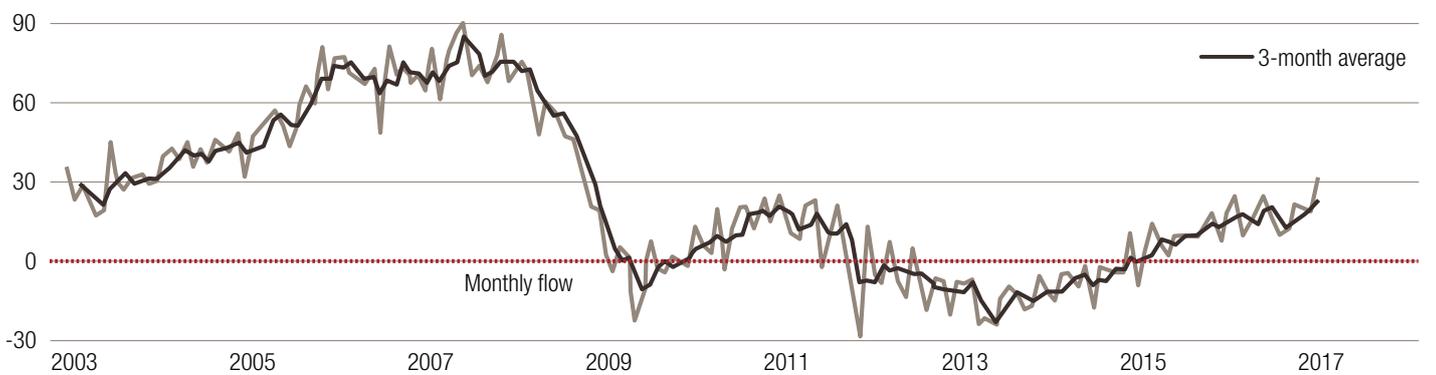
FIG. 1 LES BANQUES EUROPÉENNES SE REMETTENT À PRÊTER

CROISSANCE DE LA MASSE MONÉTAIRE M3 EN ZONE EURO (% , ANNÉE N/N-1)

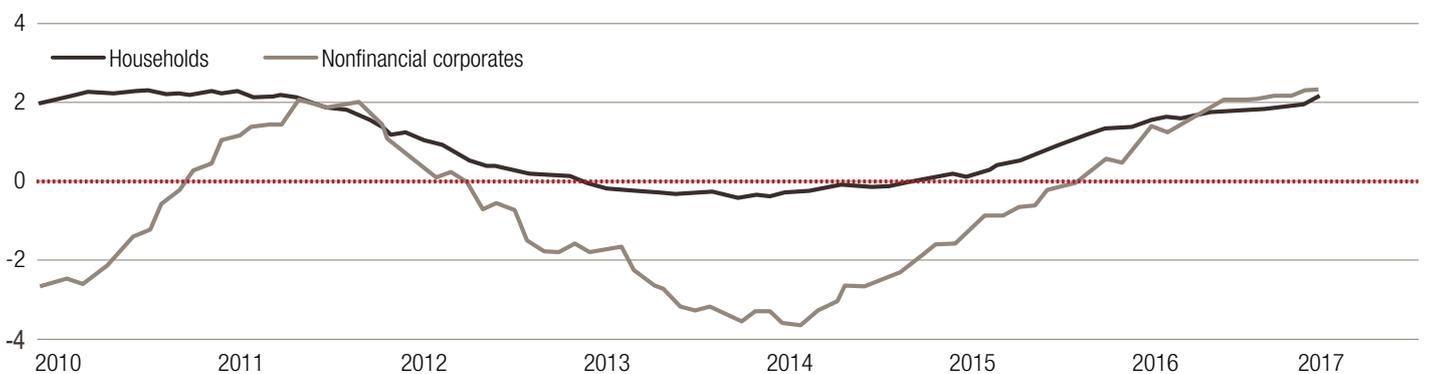


Source: IMF, Bloomberg.

EURO AREA BANK LENDING TO THE REAL ECONOMY (EUR BILLION, MONTHLY FLOWS, ADJ. FOR LOAN SALES/SECURITISATIONS)

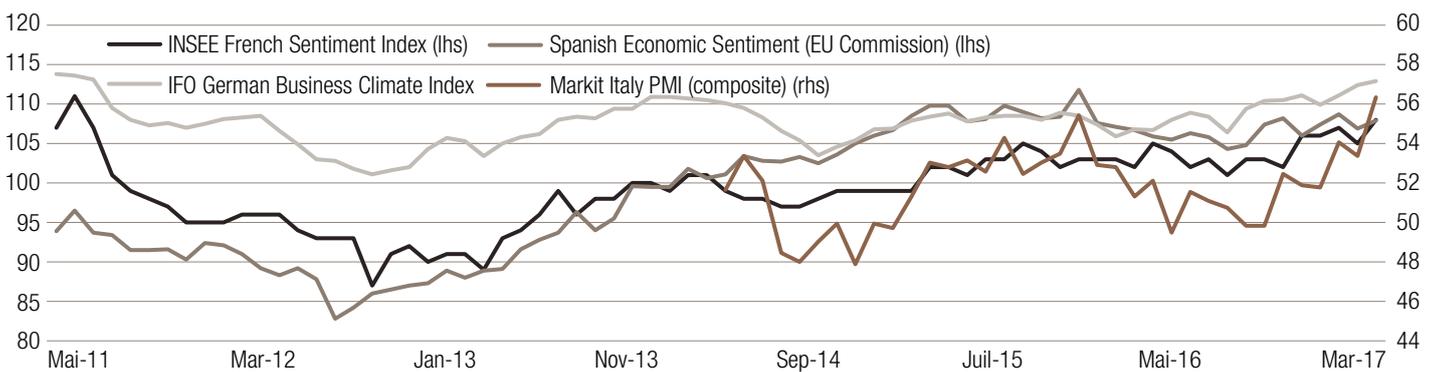


EURO AREA BANK LENDING TO REAL ECONOMY (% YOY, ADJ. FOR LOAN SALES/SECURITISATIONS)



Source: Bloomberg, JPMorgan, BCE.

FIG. 2 LA CONFIANCE DES ENTREPRISES AUGMENTE... ET PAS SEULEMENT EN ALLEMAGNE



Source: Bloomberg.

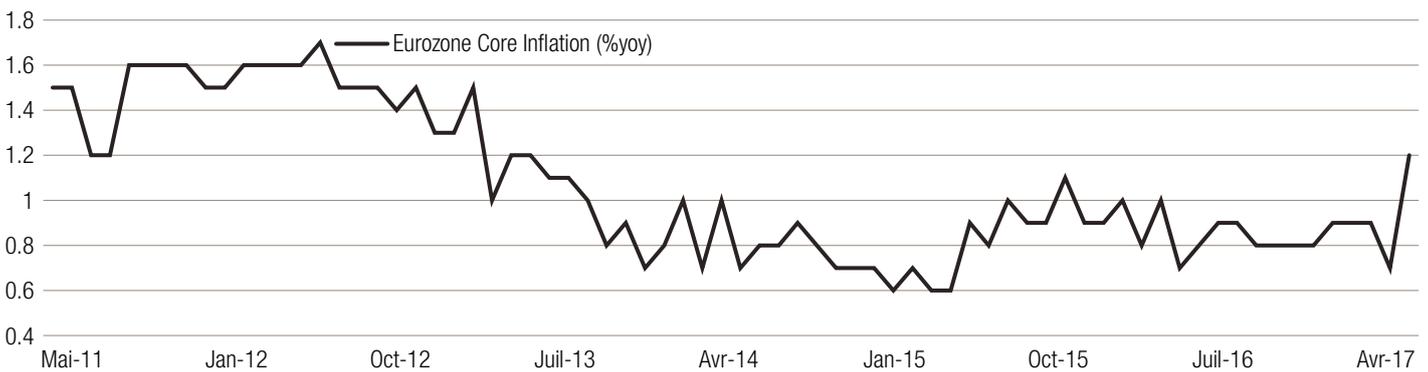
Une BCE accommodante en soutien

Il s'agit d'une reprise cyclique mais elle a aussi été soutenue depuis plusieurs trimestres par les taux négatifs de la BCE, ses achats d'actifs et, plus généralement, son attitude accommodante. Avec aussi peu de place pour le stimulus fiscal en Europe, la politique monétaire porte un lourd fardeau sur ses épaules. Jusqu'à très récemment, les données d'inflation en zone euro faisaient qu'une politique accommodante était un choix aisé : alors que l'inflation totale a commencé à redémarrer avec le rebond des prix du pétrole à partir du début de 2016, l'inflation cœur restait bloquée sous le niveau de 1%.

L'inflation cœur a toutefois franchi ce seuil en avril, peut-être à cause d'une forte hausse de certains composants comme les forfaits vacances (Figure 3). Les pessimistes voient ici un risque pesant sur le maintien par la BCE d'une attitude accommodante, mais nous estimons que ce pic ne sera que temporaire.

Notons que Peter Praet, chef économiste de la BCE et membre de son Conseil exécutif, a observé dans **son discours du 4 mai** que, "malgré la reprise cyclique, les pressions sous-jacentes sur les prix demeurent modérées." Cela conforte notre vue selon laquelle les signes d'inflation

FIG. 3 L'INFLATION CŒUR EN ZONE EURO A ACCÉLÉRÉ, DE MANIÈRE TEMPORAIRE SELON NOUS



Source: Bloomberg.

en zone euro restent timides, et indique aussi que la BCE continuera de se conformer à sa « forward guidance » de ne pas relever ses taux avant la fin de son programme d'achat d'actifs et d'accorder la priorité aux risques de solvabilité dans la périphérie de la zone euro parmi les éléments qu'elle prend en compte.

Vers un contrôle de la courbe des taux "à la japonaise" ?

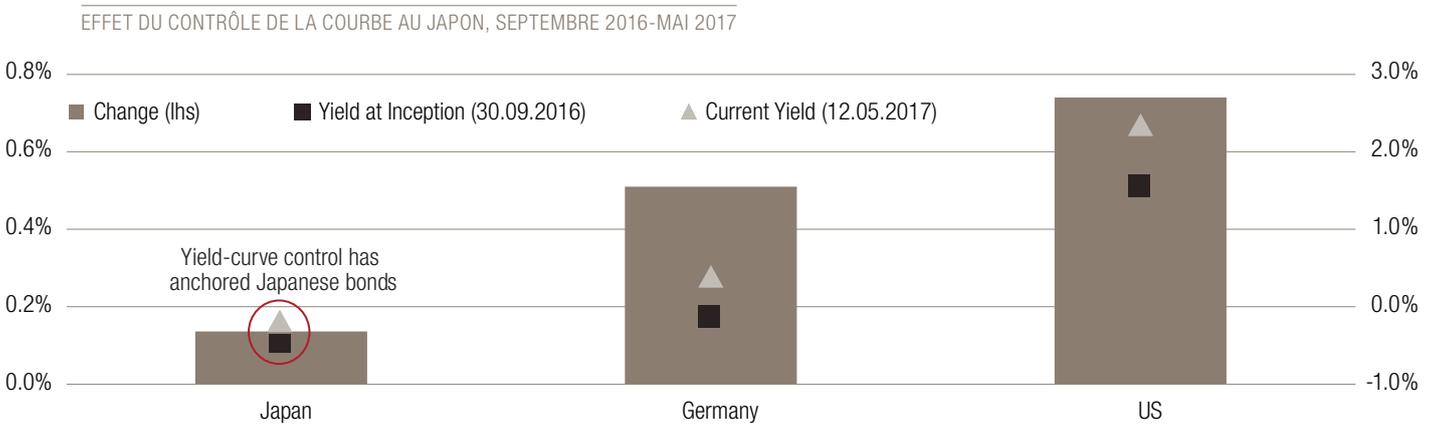
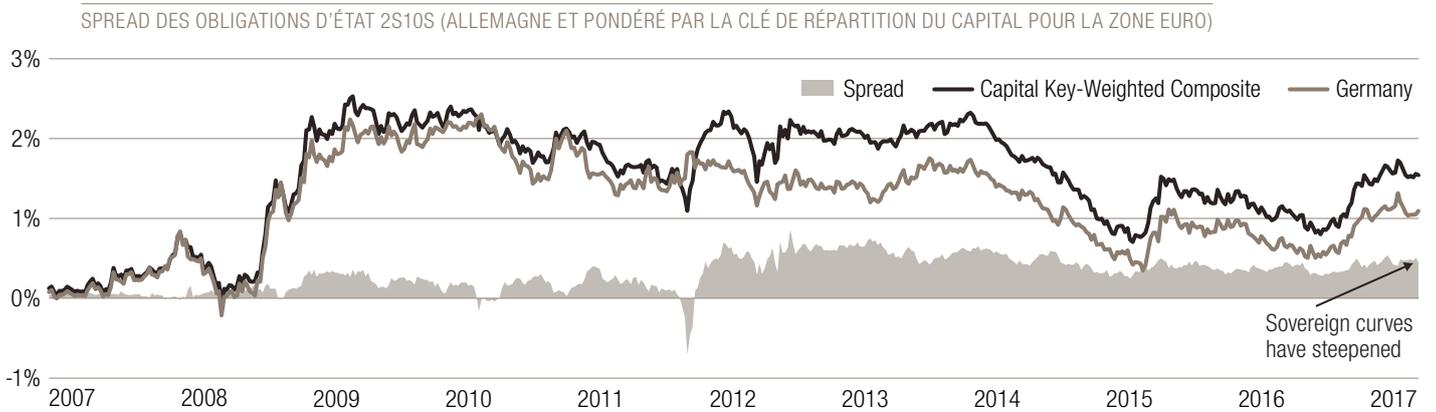
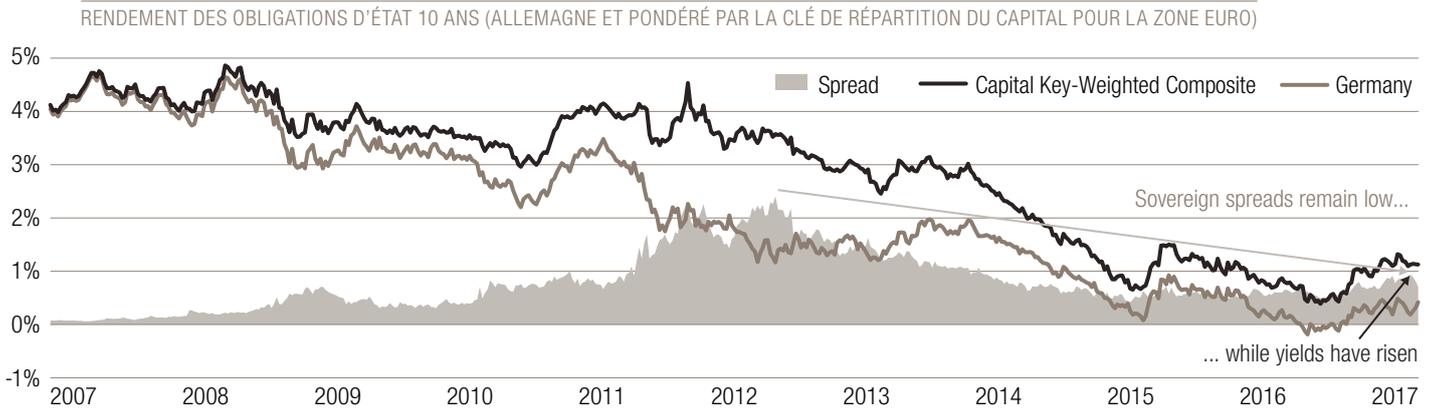
Tout ceci soulève la question de savoir à quoi pourrait ressembler le plan de sortie de la BCE. Il s'agit d'une question importante. Avec les hausses de taux à contretemps de la BCE en 2011 et la mauvaise communication de la Federal Reserve autour du "taper tantrum" en 2013, on a appris que tant les marchés que l'économie sont actuellement très sensibles aux actions des banquiers centraux. La politique monétaire de la zone euro est rendue plus complexe encore par le risque politique et la question de la capacité à supporter le fardeau de la dette publique avec la remontée des taux.

Globalement, nous pensons qu'il y a de fortes chances pour que la BCE envisage un schéma de contrôle de la courbe des taux similaire à celui du Japon, selon lequel l'extrémité longue de la courbe est fixée par la force de la crédibilité de la banque centrale. En zone euro, les courbes se sont pentifiées au cours des 12 derniers mois et cela a contribué à alléger la pression sur les profits des banques causée par les taux négatifs et l'aplatissement de la courbe entre 2014 et 2016 (Figure 4). Nous pensons qu'il serait possible de verrouiller les taux sur la partie longue de la

courbe. Comme cela a été le cas au Japon, miser sur la crédibilité de la banque centrale pour maintenir les taux à un niveau bas permettra à la BCE de ralentir le rythme de son programme d'achats d'actifs sans que cela se traduise par une hausse des taux. Cela maintiendra des conditions monétaires accommodantes au moment où la reprise économique se raffermira, et permettra de contenir les risques liés au fardeau de la dette publique des principaux pays – leur donnant plus de temps pour mettre en œuvre les réformes structurelles nécessaires.

De manière du Japon, nous estimons que la BCE devrait se fixer un objectif de taux d'intérêt composite, par combinaison des taux d'intérêt dans tous les pays de la zone euro, pondérée en fonction du montant du capital apporté par les banques centrales des différents pays à la BCE (la "clé de répartition du capital"). Un objectif de taux composite pondéré par cette clé de répartition du capital permettrait d'éviter un objectif portant sur la seule courbe allemande ou toutes les courbes des taux souverains de la zone euro prises individuellement – ce qui créerait un autre problème, celui de fixer les spreads de crédit au niveau actuel. Certes, cet objectif de taux d'intérêt pondérés par la clé de répartition du capital aurait pour conséquence que les spreads de taux entre États de la zone euro seraient le résultat de la politique monétaire, plus que son objectif, tout comme c'est le cas pour le programme de quantitative easing de la BCE, pondéré en fonction de la clé de répartition du capital.

FIG. 4 LE REBOND DES TAUX LONGS REND POSSIBLE UN CONTRÔLE DE LA COURBE PAR LA BCE



Source: Bloomberg.

Les actions européennes historiquement peu chères relativement aux actions US

Mettez ensemble une reprise cyclique bien diffusée et une politique monétaire accommodante et vous avez là un cocktail susceptible d'être très favorable aux actifs risqués européens. Qui plus est, la perspective d'un raffermissement de l'euro venant étouffer cette reprise apparaît lointaine.

Les marchés n'ont jamais réellement intégré un fort risque d'éclatement de la monnaie unique, et c'est pourquoi un fort rallye de soulagement après l'élection française est toujours resté peu probable. Le différentiel de taux d'intérêt réels – et donc la dynamique des US – seront des déterminants

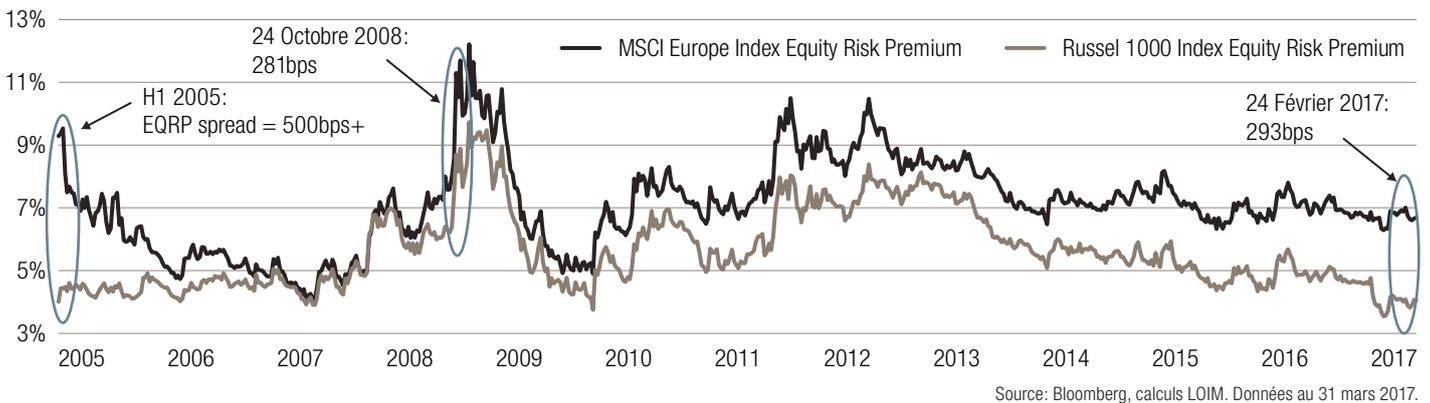
plus importants de la force de l'euro que la politique européenne. Étant donnée la fermeté du ton employé par les membres du comité de la Federal Reserve et les chiffres une nouvelle fois vigoureux du marché de l'emploi dévoilés le 5 mai, nous nous attendons à ce que les taux réels augmentent plus fortement aux États-Unis que dans la zone euro, ce qui va effectivement plafonner le taux de change EUR/USD.

Dans le même temps, on a constaté une détérioration significative des données de l'économie réelle américaine. De plus, les difficultés législatives des 100 premiers jours de l'administration du président Donald Trump renforcent **notre conviction qu'il n'y aura pas de stimulus**

budgetaire significatif avant mi-2018, au plus tôt. Après avoir retiré la première version de sa réforme de la santé faute de pouvoir espérer une majorité à la Chambre des Représentants, Trump a réussi à faire passer un texte plus radical en avril – mais qui a plus de chances de rencontrer l'opposition du Sénat. Le Secrétaire au Trésor Steve Mnuchin a averti qu'en cas d'échec de la réforme de la santé, la première victime serait la réforme fiscale, qui semble avoir été décalée après l'été. Ajoutons à cela le retard dans les nominations de personnes clés et le flux apparemment sans fin de controverses touchant cette administration, et il est clair que le fait de contrôler la Maison Blanche et les deux chambres du Parlement n'a guère facilité la promulgation de nouvelles lois par les Républicains.

La valorisation des actifs risqués ne reflètent pas cette image d'une reprise américaine en perte de vitesse au moment où les conditions financières se durcissent, tandis que la reprise européenne gagne en ampleur, soutenue par des conditions financières favorables. La prime de risque des actions – le surplus de performance qu'on peut espérer d'un investissement en actions par rapport aux obligations d'État, dans les conditions de valorisation actuelles – est au plus haut depuis plus de dix ans en Europe, en relatif par rapport aux US. Les actions européennes sont singulièrement peu chères par rapport aux actions US, en dépit des fondamentaux économiques sous-jacents.

FIG. 5 L'ÉCART DE VALORISATION ENTRE ACTIONS EUROPÉENNES ET AMÉRICAINES EST AU PLUS HAUT DEPUIS PLUS DE 10 ANS



Cet écart de valorisation est selon nous largement dû à l'incertitude politique qui s'est en grande partie dissipée avec le coup porté aux ambitions de Marine Le Pen en France et la résurgence de la CDU (Union chrétienne démocrate) d'Angela Merkel aux élections locales en Allemagne.

Des risques à venir, mais une période favorable à l'Europe pour l'instant

Les risques qui pourraient remettre en cause ce scénario d'un euro modestement valorisé et d'actions européennes affichant un fort potentiel sont clairs : une erreur de politique ou de communication venant de la BCE, ou un glissement vers un raisonnement de type plus "Bundesbank" en réponse à une inflation cœur plus persistante. Nous pensons que cette probabilité est faible.

À moyen terme, il est important de se souvenir que le risque politique ne s'est pas évaporé. Les élections nationales allemandes en septembre s'annoncent sous un jour plus classique et rassurant après les émotions fortes venues de France, mais le Mouvement Cinq Etoiles reste haut dans les sondages en Italie, où des élections doivent de tenir d'ici mai 2018. Le secteur bancaire italien demeure fragile, constitue le foyer de prêts

non performants le plus important de la zone euro et demeurera un enjeu politique majeur jusqu'à la résolution du problème. Cette combinaison entre des banques vulnérables et le succès d'un parti anti-EU pourrait s'avérer très préjudiciable. Même si ces perturbations restent pour l'instant contenues, **la menace de long terme d'un retour du populisme** est bien réelle, si les principaux partis s'avèrent incapables de corriger les problèmes structurels de l'Europe.

Entretemps, les marchés devraient toutefois être capables de s'affranchir des discours politiques et de se refocaliser sur les fondamentaux. En ce moment même, comme nous l'avons vu, les fondamentaux de l'Europe s'améliorent, avec le fort soutien de la BCE, et sont scandaleusement sous-évalués – un moment véritablement idéal pour les investisseurs. En conséquence, nous pensons que les actions européennes, en particulier, représentent une des opportunités d'investissements les plus attrayantes parmi celles disponibles actuellement.

Salman Ahmed

Directeur de la Stratégie d'Investissement
Lombard Odier Investment Managers

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document a été préparé par Lombard Odier Funds (Europe) S.A. et est publié par Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited, une société à responsabilité limitée constituée en Angleterre et au Pays de Galles, enregistrée sous le numéro 07099556, ayant son siège social Queensberry House, 3 Old Burlington Street, London, Royaume-Uni, W1S 3AB, autorisée et supervisée par l'autorité de surveillance des services financiers (Financial Conduct Authority ou FCA) et enregistrée sous le numéro 515393 dans le registre de la FCA.

Lombard Odier Investment Managers ("LOIM") est un nom commercial.

Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une recommandation d'acquiescer ou de vendre un instrument financier ou un service. Ce document n'est pas destiné à être distribué ni utilisé dans des juridictions où une telle distribution ou utilisation serait illégale. Ce document ne contient pas de recommandations ou de conseils personnalisés et n'est pas destiné à remplacer des conseils professionnels au sujet d'investissements dans des produits financiers. Avant de conclure toute transaction, l'investisseur doit examiner attentivement l'adéquation de cette opération à sa situation propre et, le cas échéant, obtenir des conseils professionnels indépendants au sujet des risques, ainsi que des conséquences juridiques, réglementaires, financières, fiscales ou comptables. Ce document est la propriété de LOIM et est adressé à son destinataire pour son usage personnel exclusivement. Il ne peut être reproduit (en partie ou en totalité), modifié ou utilisé dans un autre but sans l'accord écrit préalable de LOIM. Le contenu de ce document est destiné à des personnes qui sont des investisseurs professionnels sophistiqués et/ou des entités qui opèrent sur les marchés financiers dans le cadre d'une autorisation ou d'une supervision ou qui ont été accréditées par LOIM comme ayant l'expertise, l'expérience et la connaissance des sujets décrits dans ce document et pour

lesquelles LOIM a reçu la garantie qu'elles ont la capacité de forger leurs propres décisions d'investissement et de comprendre les risques inhérents à tout investissement du type de ceux décrits dans ce document ou toutes autres personnes que LOIM a expressément confirmées être qualifiées pour recevoir ce document. Si vous n'appartenez à aucune catégorie de personnes décrites ci-dessus, nous vous demandons de bien vouloir soit retourner ce document à LOIM, soit le détruire et vous êtes expressément averti(e) de ne pas vous fier à son contenu ni de prendre en considération les sujets traités dans ce document pour des investissements ni de transmettre ce document à aucune autre personne. Ce document contient les opinions de LOIM, à la date de publication. Les informations et analyses contenues dans ce document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Cependant, LOIM ne garantit pas l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité des informations contenues dans ce document, pas plus qu'il n'assume de responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de l'utilisation de ces informations. Toutes les informations et opinions exprimées peuvent changer sans préavis. Ni le présent document, ni une copie de celui-ci ne peut être envoyé, emporté ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, l'un de ses territoires ou possessions ou zones soumises à leur juridiction, ni à l'intention d'une "Personne des Etats-Unis" (US Person). A cet effet, le terme "Personne des Etats-Unis" désigne tout citoyen, ressortissant ou résident des Etats-Unis d'Amérique, tout partnership organisé ou existant dans un état, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, une société soumise au droit des Etats-Unis d'Amérique ou d'un état, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, ou toute propriété ou trust soumis à l'impôt fédéral des Etats-Unis d'Amérique quelque soit la source de ses revenus.

© 2017 Lombard Odier Investment Managers – tous droits réservés