

---

# Une hausse significative des taux européens n'est plus nécessaire

---

Actions européennes | Mars 2023

---



**Paul Doyle**  
Head of Large Cap European Equities

- **L'Europe a réagi rapidement afin de réduire sa dépendance à l'énergie russe mais, si l'inflation a bel et bien ralenti, elle ne renouera pas avec ses niveaux passés**
- **Des prémices d'une reprise se font jour sur le Vieux Continent, avec une demande potentielle considérable pour les biens durables, mais les signaux sont contradictoires**
- **La Banque centrale européenne ne relèvera selon nous pas ses taux dans une mesure aussi forte que celle anticipée par le marché, et les prix des actions présentent encore un potentiel de hausse**

L'on dit souvent que de la nécessité naît l'invention ; preuve en est l'Europe, qui a réagi rapidement afin de s'affranchir du gaz russe. Confrontés à l'envolée des prix, les ménages ont réduit leur consommation d'énergie en baissant le chauffage, tandis que les entreprises ont brûlé moins de gaz pour une production identique. L'Europe a également eu la chance de connaître un hiver doux. Pour relever les défis liés à l'approvisionnement, l'Allemagne a construit ses cinq premiers terminaux flottants de gaz naturel liquéfié (GNL)<sup>1</sup> et, pour la première fois, le gaz norvégien transite directement vers la Pologne<sup>2</sup>.

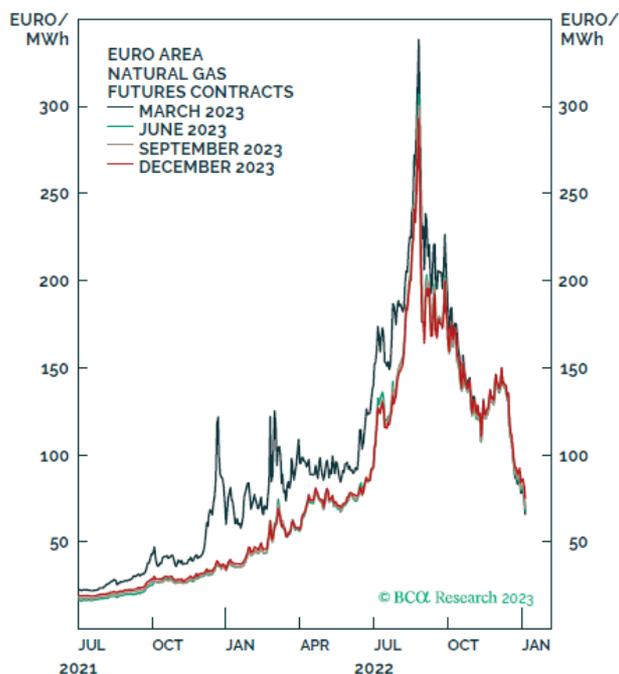
Alors que la crise immédiate s'estompe quelque peu, les prix du gaz ont chuté (Figure 1), tirant l'inflation vers le bas et dopant le moral des entreprises, autant de facteurs favorables aux actions. L'inflation en Europe est née des problèmes d'approvisionnement liés à la pandémie, et a été exacerbée par les conséquences de la guerre en Ukraine. Selon nous, l'inflation des prix à la consommation devrait ralentir à 3-4% d'ici la fin de l'année, un élément positif pour l'économie européenne.

---

<sup>1</sup> Reuters, *Germany says fifth floating LNG terminal to be built by end of 2022*, 19 juillet 2022

<sup>2</sup> Euronews, *Norway-Poland gas pipeline opens in key move to cut dependency on Russia*, 27 septembre 2022

Figure 1 : Prix du gaz naturel dans la zone euro



Source : Intercontinental Exchange, Ice Futures Limited, janvier 2023

A plus long terme, nous estimons que l'inflation ne retrouvera pas les niveaux de 2% qui ont constitué la norme 20 ans durant, mais demeurera aux alentours de 4%. Les raisons à cela sont les suivantes : pénurie de matières premières après des années de dépenses d'investissement insuffisantes, réouverture de l'économie chinoise à mesure que le Covid se dissipe, vieillissement de la population en Europe, subventions européennes en faveur de la transition verte, démondialisation et tensions militaires en Europe. Autant de facteurs qui feront grimper les rendements obligataires ainsi que la volatilité sur les marchés, avec à la clé des multiples cours/bénéfices inférieurs aux niveaux récemment enregistrés.

### Signaux contradictoires quant à la santé de l'économie

Si des prémices de reprise se font jour en Europe, les signaux sont contradictoires. L'indicateur avancé le plus représentatif est la masse monétaire, qui semble devoir encore diminuer. Si l'inflation baisse, comme nous l'anticipons, la demande reprendra. La demande potentielle de biens durables est considérable en Europe, à l'inverse des Etats-Unis où elle est déjà supérieure aux niveaux pré-Covid.

Autre élément positif, l'abandon de la politique « zéro Covid » en Chine. L'Europe y réalise 8% de ses ventes<sup>3</sup>, et n'est ainsi devancée sur ce front que par l'Asie du Sud-Est. A mesure que les contaminations au Covid-19 reculent en Chine, les consommateurs recommenceront à voyager et, partant, à dépenser davantage. Les problèmes au niveau de la chaîne d'approvisionnement

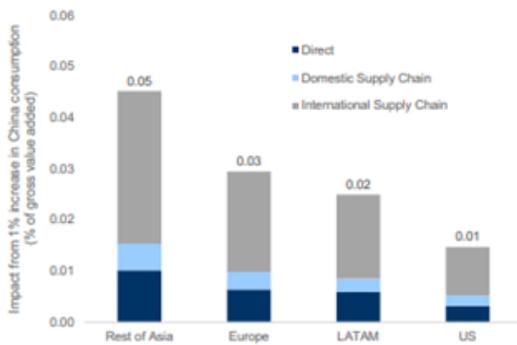
<sup>3</sup> Morgan Stanley Research, à juin 2022

se résorberont, et la reprise de la demande chinoise réduira les pressions exercées sur les autorités pour dévaluer le renminbi. Encore un élément favorable à l'Europe.

Les secteurs européens les plus exposés à la Chine sont les semi-conducteurs, les matériaux, les produits de luxe, l'énergie et l'automobile. La Chine représente un quart de la demande en semi-conducteurs et 16% de celle en produits de luxe<sup>4</sup>.

Figure 2 : La Chine en quatre graphiques

**Exhibit 1: The European economy is more exposed to a China consumption recovery than other non-Asia regions**



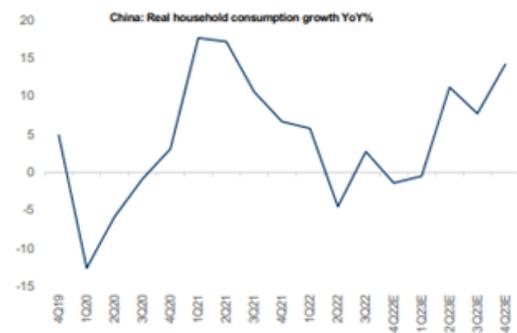
Source: WID, Morgan Stanley Research. Note: Gross value added (GVA) assesses the output of an economy, based on the production approach of the national accounting system, and the sum of GVA plus taxes on products minus subsidies on products is equal to GDP.

**Exhibit 2: Mobility metrics are starting to recover across China**



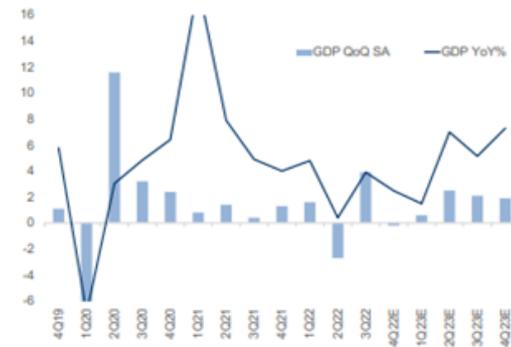
Source: CEIC, WIND, Morgan Stanley Research

**Exhibit 3: We forecast a sharp recovery in China household consumption in 2023 ...**



Source: NBS, Morgan Stanley Research Estimates (E)

**Exhibit 4: ... with GDP growth picking up sharply from 2Q onwards**



Source: NBS, Morgan Stanley Research Estimates (E)

Source : Estimations de Morgan Stanley Research, janvier 2023

<sup>4</sup> Morgan Stanley Research, à juin 2022

### Décote inédite

Sur le front des actions, les valorisations paraissent raisonnables après les replis de 2022 (y compris en Europe). La décote des valorisations européennes par rapport à leurs homologues américaines n'a jamais été aussi élevée. Le multiple cours/bénéfices sur la base des bénéfices des 12 prochains mois se monte à 10x en Europe, contre 17x aux Etats-Unis<sup>5</sup>. Les entreprises américaines sont peut-être plus rentables que d'autres, mais la reprise de la Chine et la faiblesse du dollar viendront doper les valorisations en dehors des Etats-Unis.

Dans le cas peu probable où les actions européennes viendraient à chuter cette année, cela serait dû à une compression des bénéfices.

### Les Etats-Unis, un cas à part

Le taux d'intérêt neutre équivaut au montant d'investissement réalisé par un pays grâce à son épargne. Tout élément qui viendrait diminuer l'épargne ou augmenter les investissements tirerait le taux d'intérêt neutre vers le haut. C'est aux Etats-Unis qu'il est le plus important, ce qui signifie que l'économie américaine peut mieux résister à des taux d'intérêt plus élevés que d'autres pays.

Le taux neutre y était faible depuis la crise financière mondiale : ménages et entreprises s'attelaient à rembourser leurs dettes, entraînant un surplus d'épargne qui diminuait le prix de l'argent. La mondialisation et les excédents d'épargne ailleurs dans le monde accentuaient ce phénomène. Ces tendances s'inversent désormais, de sorte que le taux d'intérêt neutre est en hausse. Le vieillissement de la population implique un accroissement du ratio de dépendance, à savoir la part de non-travailleurs par rapport à la population active. Ainsi, la production est appelée à diminuer par rapport aux dépenses, ce qui est source d'inflation.

La charge d'intérêt du gouvernement américain, ainsi que de ses homologues du monde entier, augmentera pour peut-être renouer avec les niveaux du début des années 1990. A plus long terme, le coût accru du capital réduira le risque systémique des économies et marchés de capitaux, dans la mesure où l'endettement et la mauvaise allocation du capital seront pénalisés. Parallèlement, la guerre en Ukraine devrait stimuler les investissements dans les énergies renouvelables, et donc la productivité en Europe.

A court terme, les risques entourant les prix des actifs américains (actions et obligations) subsistent dès lors que le ralentissement de l'inflation dope les salaires réels. La croissance nominale des salaires restera en retrait de l'inflation au vu de la robustesse du marché du travail américain. Les salaires réels accrus viennent sous-tendre les dépenses de consommation, de sorte que l'économie risque de surchauffer. Une situation dangereuse dans la mesure où la Réserve fédérale américaine se verrait alors contrainte de relever ses taux une nouvelle fois, manœuvre à laquelle les actions réagiraient mal.

### Risques inflationnistes en baisse

La Banque centrale européenne ne relèvera selon nous pas ses taux dans une mesure aussi forte que celle anticipée par le marché. Le taux d'intérêt neutre en Europe est faible, bien inférieur à celui des Etats-Unis. L'économie européenne est trop fragile pour pouvoir supporter des hausses de taux semblables à celles opérées par la Fed. Le taux neutre réel en Allemagne

---

<sup>5</sup> Bloomberg, à février 2023

est presque nul, tandis que celui de l'Italie est négatif. Si l'Allemagne pouvait peut-être supporter des taux de 2,5%, l'Italie, elle, succomberait.

Pour résumé, l'inflation en Europe est due à un choc du côté de l'offre, tandis qu'une spirale salaires/prix a pu être évitée. Il n'est plus nécessaire pour les taux européens d'augmenter significativement, ce qui indique que les cours des actions peuvent encore progresser.



### Informations importantes

**Document exclusivement réservé aux clients professionnels et/ou investisseurs équivalents dans votre pays (non destiné aux particuliers). Destiné à une utilisation marketing.**

Le présent document est uniquement destiné à des fins d'information et ne saurait être considéré comme représentatif d'un quelconque investissement. Il ne saurait être considéré comme une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un quelconque titre ou autre instrument financier, ou de la fourniture de conseils ou de services d'investissement. Investir comporte des risques, y compris le risque de perte du principal. Votre capital est exposé à des risques. Le risque de marché peut affecter un émetteur, un secteur de l'économie ou une industrie en particulier ou le marché dans son ensemble. La valeur des investissements n'est pas garantie. Il se peut dès lors que l'investisseur ne récupère pas sa mise de départ. Les investissements internationaux impliquent certains risques et une certaine volatilité en raison des fluctuations éventuelles sur le plan politique, économique ou des changes et des normes financières et comptables différentes. Les titres mentionnés dans le présent document sont présentés exclusivement à des fins d'illustration, ils sont susceptibles de changer et ne doivent pas être interprétés comme une recommandation d'achat ou de vente. Les titres mentionnés peuvent générer ou non un rendement. Les opinions exprimées le sont à la date indiquée. Elles peuvent varier en fonction de l'évolution du marché ou d'autres conditions et peuvent différer des opinions exprimées par d'autres associés ou sociétés affiliées de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Les investissements réels ou les décisions d'investissement de Columbia Threadneedle et de ses sociétés affiliées, que ce soit pour leur propre compte ou pour le compte de clients, ne reflètent pas nécessairement les opinions exprimées. Ces informations ne sont pas destinées à fournir des conseils en investissement et ne tiennent pas compte de la situation particulière des investisseurs. Les décisions d'investissement doivent toujours être prises en fonction des besoins financiers, des objectifs, de l'horizon temporel et de la tolérance au risque spécifiques de l'investisseur. Les classes d'actifs décrites peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les performances passées ne préjugent aucunement des résultats futurs et aucune prévision ne saurait être considérée comme une garantie. Les informations et opinions fournies par des tiers ont été obtenues auprès de sources jugées fiables mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et à leur exhaustivité. Le présent document et son contenu n'ont pas été vérifiés par une quelconque autorité de tutelle.

**En Australie :** Publié par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [« TIS »], ARBN 600 027 414. TIS est exemptée de l'obligation de détenir une licence de services financiers australienne en vertu de la Loi sur les sociétés de 2001 (Cth) et s'appuie sur le Class Order 03/1102 en ce qui concerne les services financiers qu'elle fournit à des clients « wholesale » australiens. Le présent document ne peut être distribué qu'à des clients « wholesale » en Australie, tel que défini à la section 761G de la Loi sur les sociétés. TIS est réglementée à Singapour (numéro d'enregistrement : 201101559W) par la Monetary Authority of Singapore en vertu de la Securities and Futures Act (chapitre 289), qui diffère des lois australiennes.

**A Singapour :** Publié par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapour 239519, une société réglementée à Singapour par la Monetary Authority of Singapore en vertu de la Securities and Futures Act (Chapitre 289). Numéro d'enregistrement : 201101559W. Cette publicité n'a pas été soumise à l'examen de la Monetary Authority of Singapore.

**A Hong Kong :** Publié par Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, qui est autorisée par la Securities and Futures Commission (« SFC ») à exercer des activités régulées de Type 1 (CE : AQA779). Enregistrée à Hong Kong en vertu de la Companies Ordinance (chapitre 622) sous le n°1173058.

**Au Japon :** Publié par Columbia Threadneedle Investments Japan Co., Ltd. Financial Instruments Business Operator, The Director-General of Kanto Local Finance Bureau (FIBO)

No.3281, membre de la Japan Investment Advisers Association et de la Type II Financial Instruments Firms Association.

**Au Royaume-Uni** : Publié par Threadneedle Asset Management Limited, N° 573204, et/ou Columbia Threadneedle Management Limited, N° 517895, sociétés enregistrées en Angleterre et au Pays de Galles, agréées et réglementées au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority.

**Dans l'EEE** : Publié par Threadneedle Management Luxembourg S.A., immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) sous le numéro B 110242, et/ou Columbia Threadneedle Netherlands B.V., qui est réglementée par l'Autorité néerlandaise des marchés financiers (AFM) sous le numéro 08068841.

**En Suisse** : Publié par Threadneedle Portfolio Services AG, une société suisse non réglementée, ou par Columbia Threadneedle Management (Swiss) GmbH, agissant en qualité de bureau de représentation de Columbia Threadneedle Management Limited, une société agréée et réglementée par l'Autorité suisse de surveillance des marchés financiers (FINMA).

**Au Moyen-Orient** : Le présent document est distribué par Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, qui est réglementée par l'Autorité des services financiers de Dubaï (DFSA). Pour les distributeurs : Le présent document vise à fournir aux distributeurs des informations concernant les produits et services du Groupe et n'est pas destiné à être distribué. Pour les clients institutionnels : Les informations contenues dans le présent document ne constituent en aucun cas un conseil financier et ne s'adressent qu'aux personnes ayant des connaissances appropriées en matière d'investissement et satisfaisant aux critères réglementaires pour être qualifiées de Client professionnel ou de Contrepartie commerciale ; nulle autre personne n'est autorisée à prêter foi à ces informations.

Le présent document peut émaner d'une société affiliée faisant partie du groupe de sociétés Columbia Threadneedle Investments : Columbia Threadneedle Management Limited au Royaume-Uni ; Columbia Threadneedle Netherlands B.V., réglementée par l'Autorité néerlandaise des marchés financiers (AFM) et enregistrée sous le numéro 08068841.

**Columbia Threadneedle Investments est le nom de marque international du groupe de sociétés Columbia et Threadneedle.**