

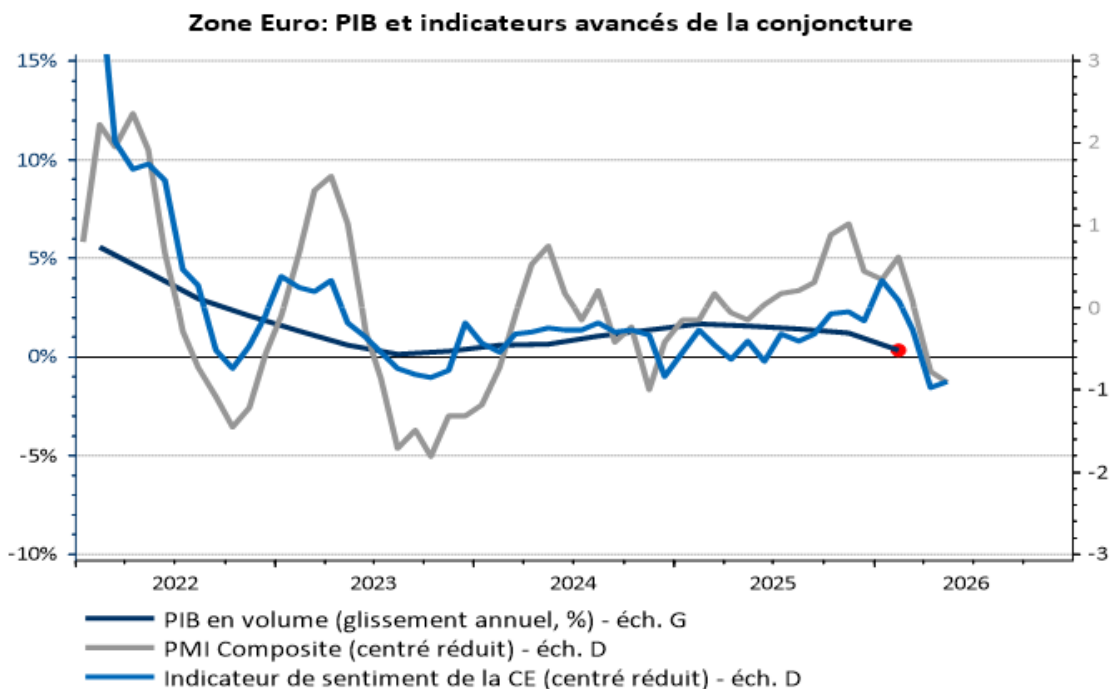
Conjoncture européenne et marchés européens

Depuis déjà très longtemps, nous nous situons sous le consensus en matière de prévision de croissance de la zone euro. C'est encore le cas en 2026. Après l'entame de la guerre d'Iran, nous avons réduit notre prévision de croissance à 0,6% (vs 1,2% pour le consensus)¹.

Le PIB de la zone euro a reculé de 0,2% au T1 2026 et le glissement annuel a ainsi chuté à 0,3% contre 1,2% fin 2025.

Certes, cela est pour une large part imputable à la forte contraction du PIB irlandais. Au-delà de ce facteur « technique », les indicateurs avancés de la conjoncture ont nettement corrigé en mars et en avril du fait de la guerre d'Iran et de la hausse des coûts de l'énergie ainsi que des incertitudes associées. La plupart se sont stabilisés en mai, mais l'indice PMI composite final de la zone euro a continué à baisser légèrement (-0,3 pt à 48,5).

En tout état de cause, tous les indicateurs restent médiocres (cf. graphique ci-dessous) et suggèrent une croissance au mieux nulle mais probablement encore légèrement négative au T2.

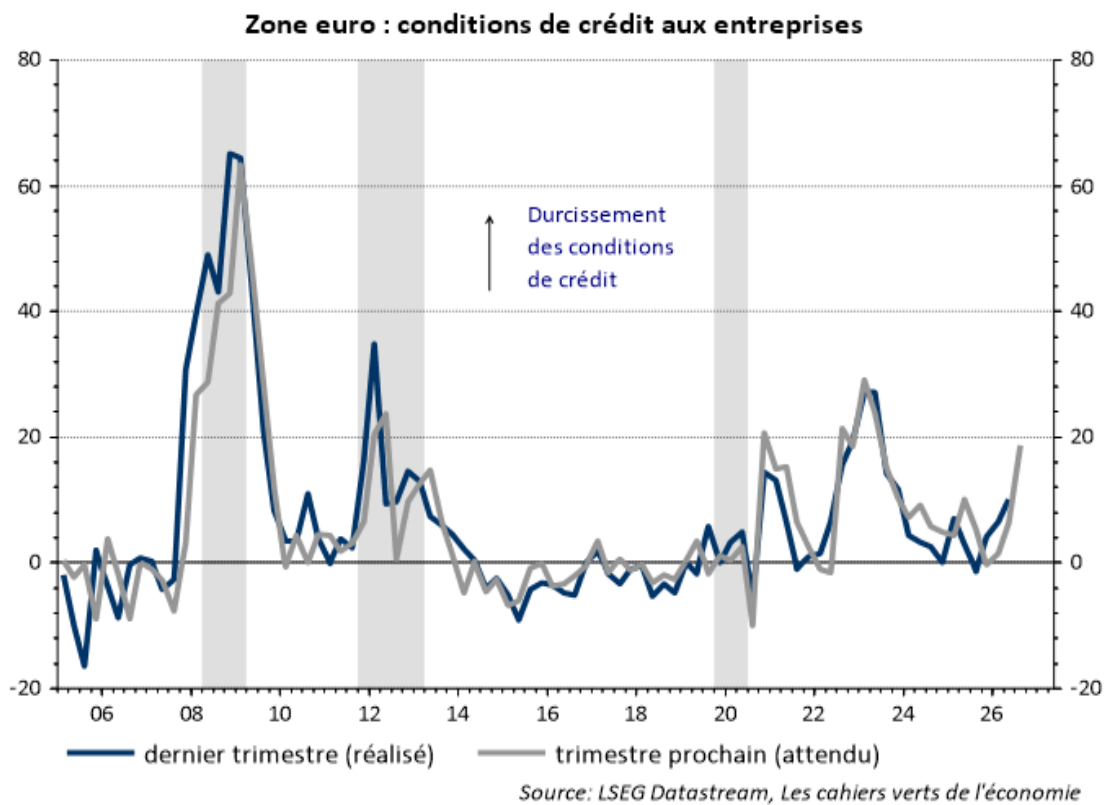


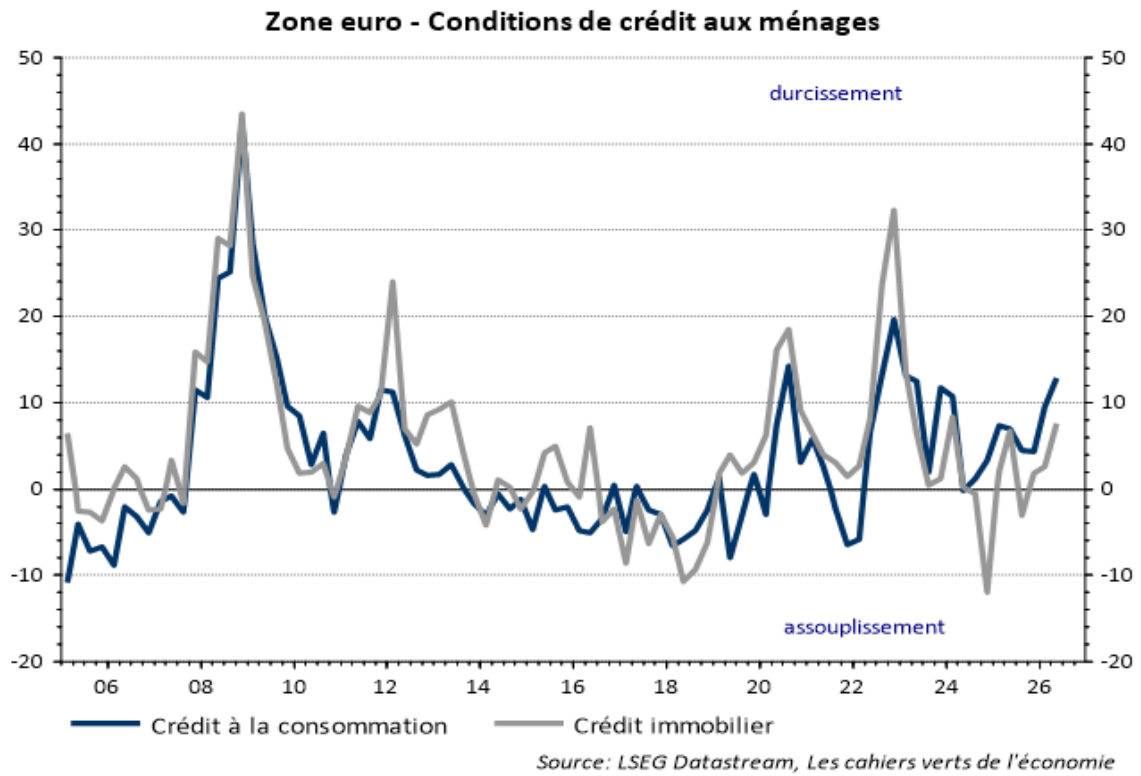
¹ Aujourd'hui, nous nous situons à 0,4% vs 0,8% pour le consensus

Et le redressement qui pourrait intervenir au-delà (à la faveur d'une résolution progressive et laborieuse de la crise au Moyen Orient) sera en tout état de cause modéré.

Pourquoi des perspectives aussi moroses ? Nous en voyons 5 à titre principal.

1/ Le durcissement des conditions de crédit d'abord. L'Europe continentale reste une économie à fort taux d'intermédiation bancaire et il est indéniable que les banques resserrent leurs conditions, tant pour les entreprises que pour les ménages (crédit à la consommation aussi bien que crédit immobilier) ; cf. graphiques ci-dessous.



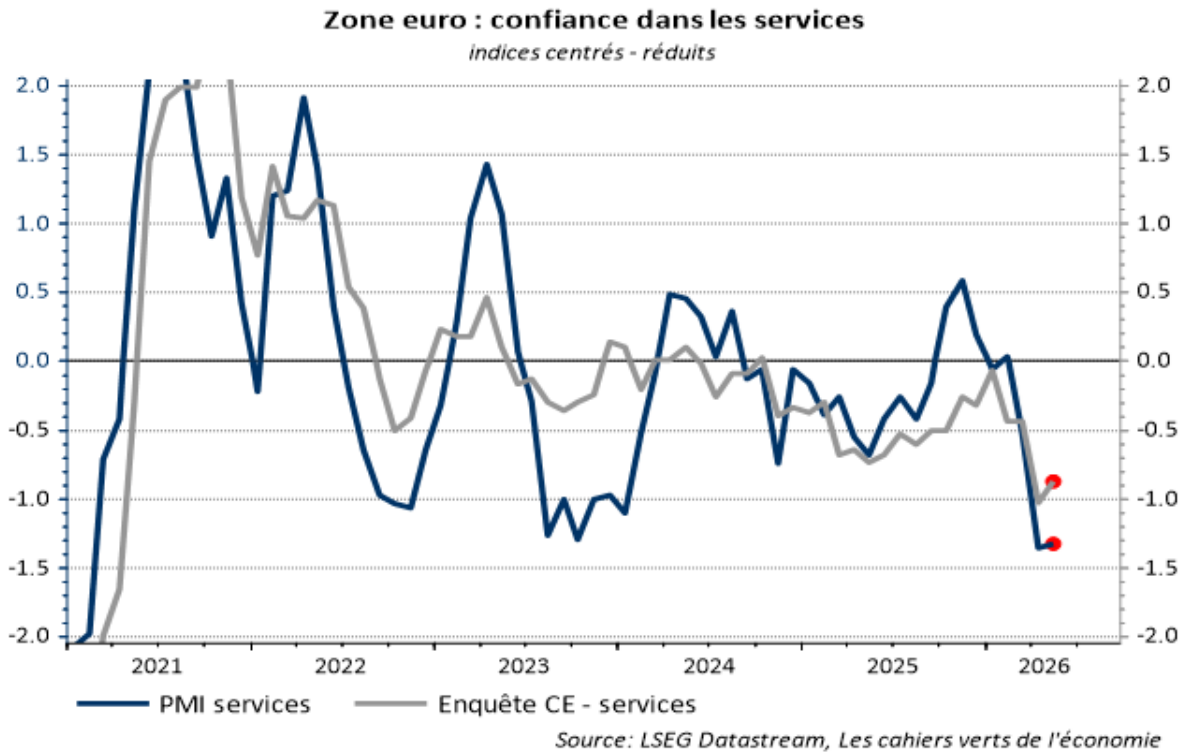


Dans le cas des entreprises, le resserrement n'est pas si éloigné que cela des niveaux atteints lors des précédents pics de 2022 ou en 2012.

Cela n'augure rien de bon pour l'investissement, ni pour celui des entreprises, ni pour celui des ménages (investissement logement). Rappelons que l'investissement apparaît jusqu'à présent comme la seule véritable force de demande de la région.

Cela, alors que la demande de crédit commence à plafonner (voire à se retourner), tant du côté des entreprises que des ménages (crédits immobiliers).

2/ La très mauvaise orientation des indices de confiance dans le secteur des services ensuite (cf. graphique ci-dessous).



C'est particulièrement important car l'économie européenne est une économie tertiarisée.

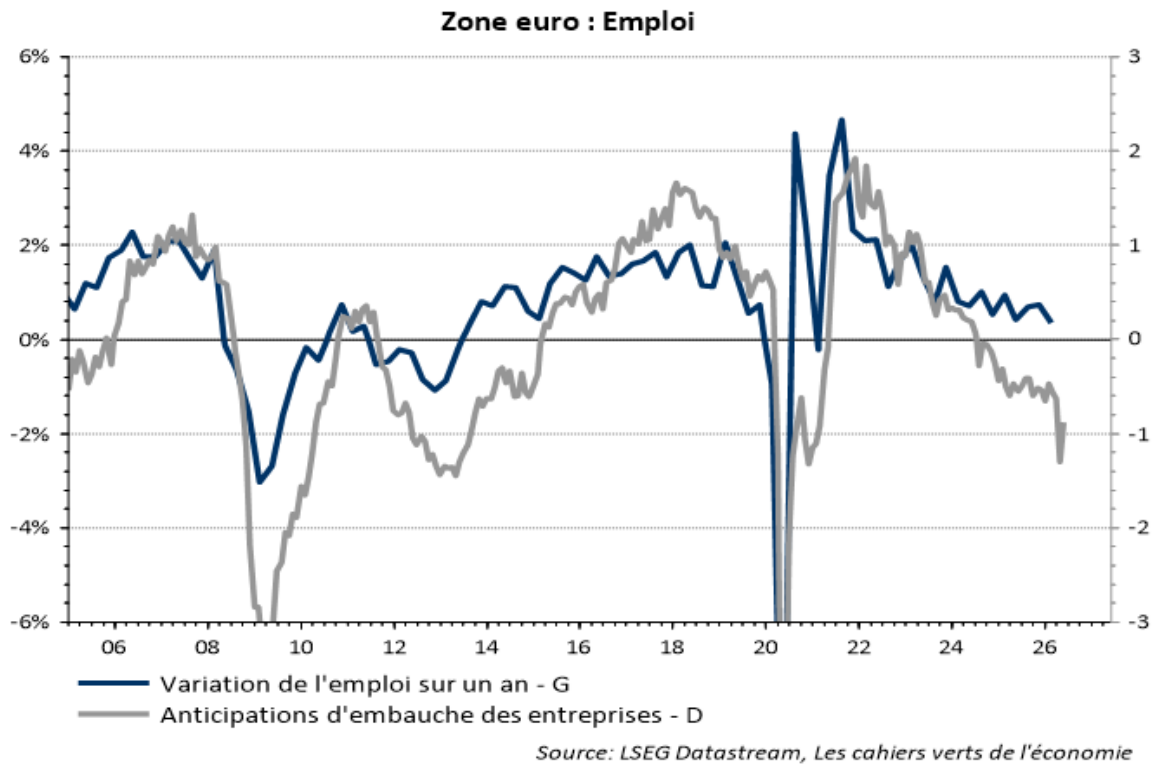
Cette tendance négative s'explique partiellement par le conflit au Moyen Orient (transports, logistique, services immobiliers), mais cela va au-delà. On sait parallèlement que la bonne résistance des indices de confiance dans l'industrie manufacturière est en partie artificielle (effets stockage de précaution et allongement des délais de livraison liés à la guerre d'Iran).

3/ La chute de la dynamique en termes d'emplois.

Les créations d'emploi ralentissent (hausse de seulement 0,5% sur 1 an au T1 2026).

Les incertitudes attachées à la guerre d'Iran et au développement de l'IA conduisent sans surprise les entreprises à être attentistes en termes d'embauches.

Les intentions d'embauche se sont quelque peu redressées en mai après avoir lourdement chuté en avril, mais elles restent très basses, compatibles avec un gel du marché de l'emploi, voire des destructions nettes (cf. graphique ci-dessous).



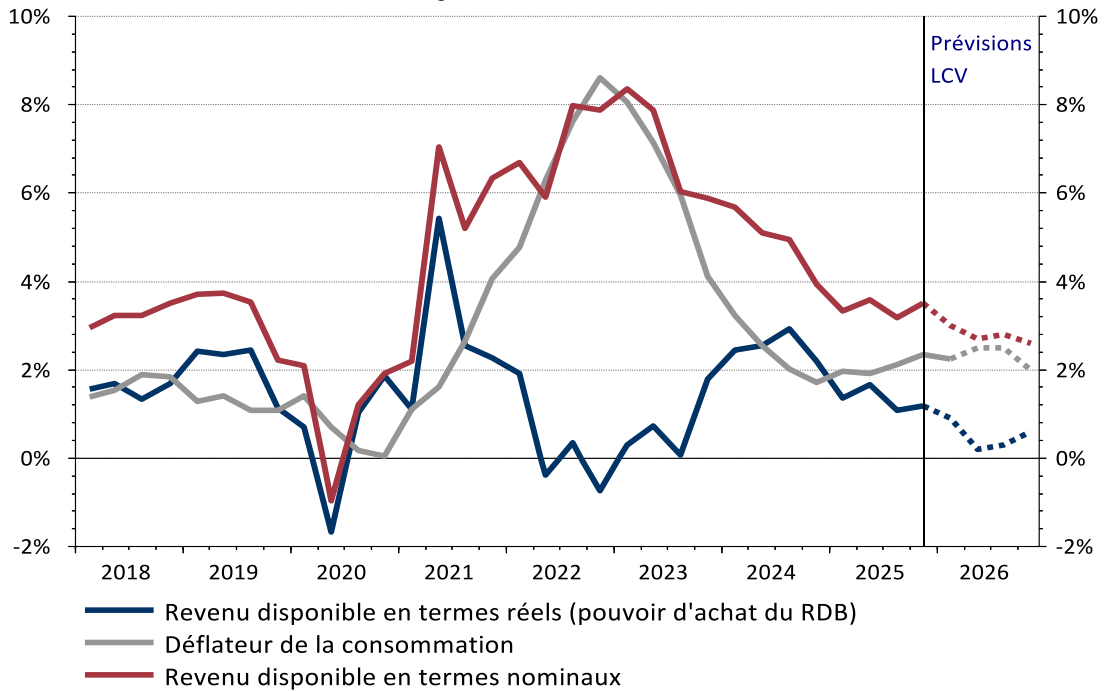
Nous tablons pour le moment sur une croissance quasi nulle de l'emploi au cours des prochains trimestres.

Dans ce contexte, la dynamique salariale (actuellement stabilisée autour de 2,5% par an) devrait se modérer sur le restant de l'année.

Compte tenu de la persistance d'un assez haut niveau d'inflation (même si cela va ralentir au S2), l'hypothèse la plus probable est donc celle d'une progression très faible du revenu réel des ménages cette année (cf. graphique ci-dessous).

Zone euro - Pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages

glissement annuel en %

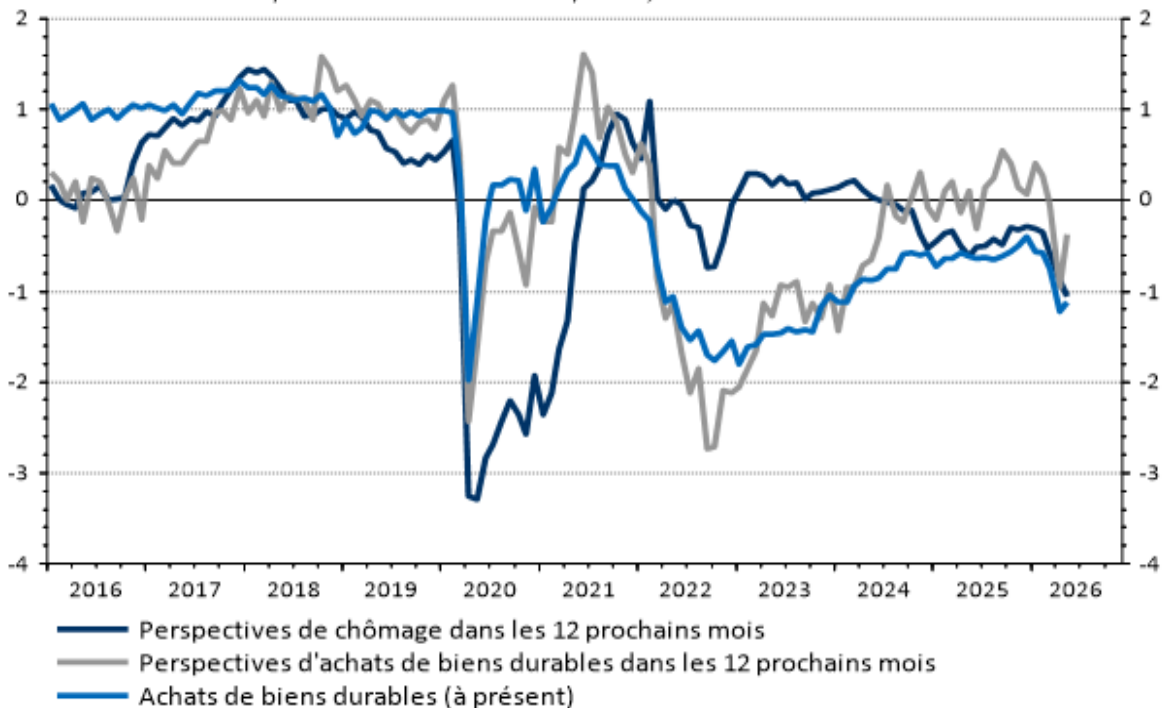


Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

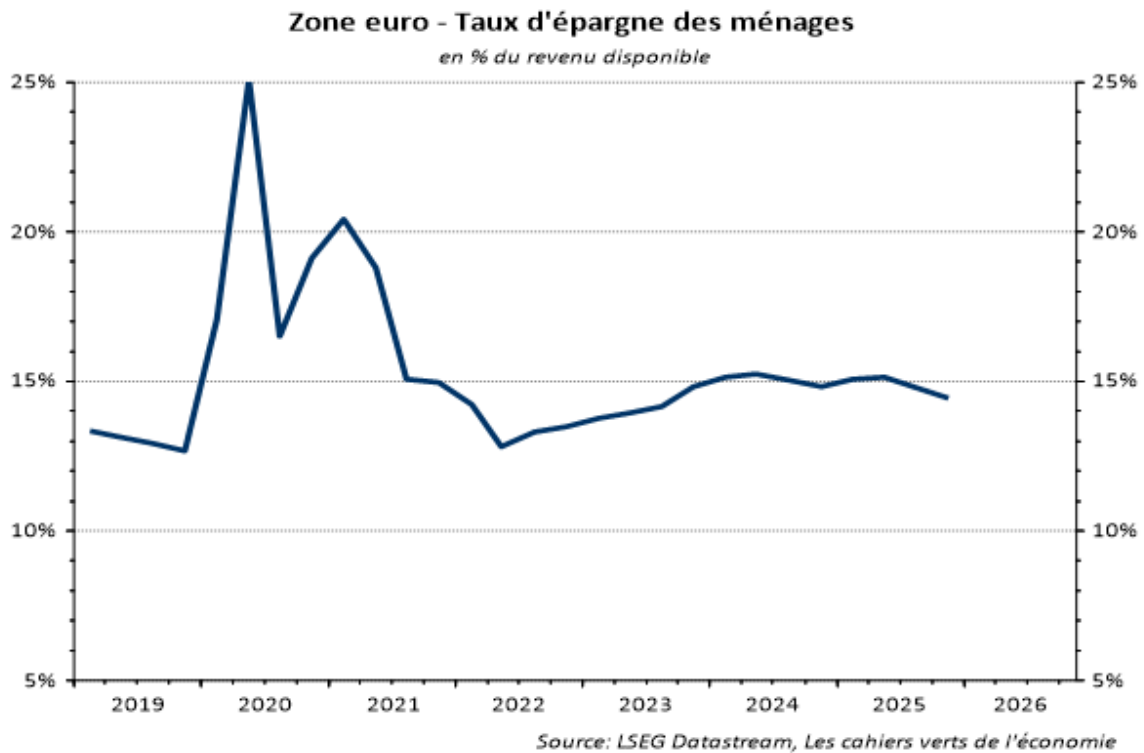
Parallèlement, l'incertitude est préjudiciable à la poursuite de la baisse du taux d'épargne. Les perspectives des ménages en termes de chômage ou d'achat de biens durables sont ainsi mal orientées (cf. graphiques ci-dessous).

Perspectives de chômage vs. perspectives d'achats de biens durables

Enquêtes de la Commission Européenne, indicateurs centrés réduits



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie



Dès lors, il ne faut pas s'attendre à une croissance de la consommation privée nettement supérieure à 0,5% cette année.

4/ Une contribution extérieure encore fortement négative

Celle-ci comprend une dimension structurelle (perte de compétitivité énergétique, dumping chinois, fin du modèle allemand, ...) indépendamment des effets de la guerre d'Iran (la zone euro est l'une des zones les plus fortement importatrices nettes d'énergie) et de l'appréciation passée de l'euro depuis 2022. La contribution extérieure a retiré 0,5 point à la croissance réelle européenne en 2025. En 2026, ce facteur négatif devrait se situer à environ un point.

5/ Une BCE dogmatique qui durcit sa politique monétaire craignant un risque inflationniste fantôme

La BCE a monté ses taux de 25pb après une longue pause entamée à l'été 2025 (2,25% sur le taux de dépôt). Cette hausse était largement anticipée, compte tenu de l'accélération de l'inflation en lien avec la guerre d'Iran et de la rhétorique de la BCE les mois précédents.

Dans le fond, la BCE met l'accent sur le risque inflationniste avec le risque d'asymétrie dans le cas d'un scénario défavorable avec un choc plus important sur le prix du baril. C. Lagarde a réfuté l'idée que cette hausse de taux reflétait une « forme d'assurance » contre le risque inflationniste mais il semble que ce soit bel et bien le cas.

La question désormais est celle de la perspective de taux courts pour les mois à venir. Notre analyse est que sur le plan normatif une, voire 2 hausses serait justifiée dans le cycle actuel au maximum (une hausse supplémentaire d'ici la fin d'année). Néanmoins, les fonctions de réaction empiriques de la BCE indiquent plutôt 50 voire 75pb de hausse (encore 2 hausses d'ici la fin d'année).

Le discours encore relativement dur pour le moment avec l'idée d'une poursuite du cycle de hausse pour les trimestres à venir ne constitue donc pas une surprise. Le marché avait déjà bien intégré cela n'a pas été pris à contrepied. Il price toujours 2 hausses de taux de plus d'ici la fin d'année.

Dans le fond, les années Draghi n'ont constitué qu'une parenthèse, la BCE retournant à son rigorisme et son dogmatisme historique. Cela est de nature à pénaliser l'activité européenne qui apparaît relativement dégradée.

Au total, l'environnement macro en Europe s'annonce assez médiocre pour les prochains mois. Mais cela semble désormais assez intégré par le consensus.

Que faut-il inférer de tout cela en matière de stratégie d'investissement ?

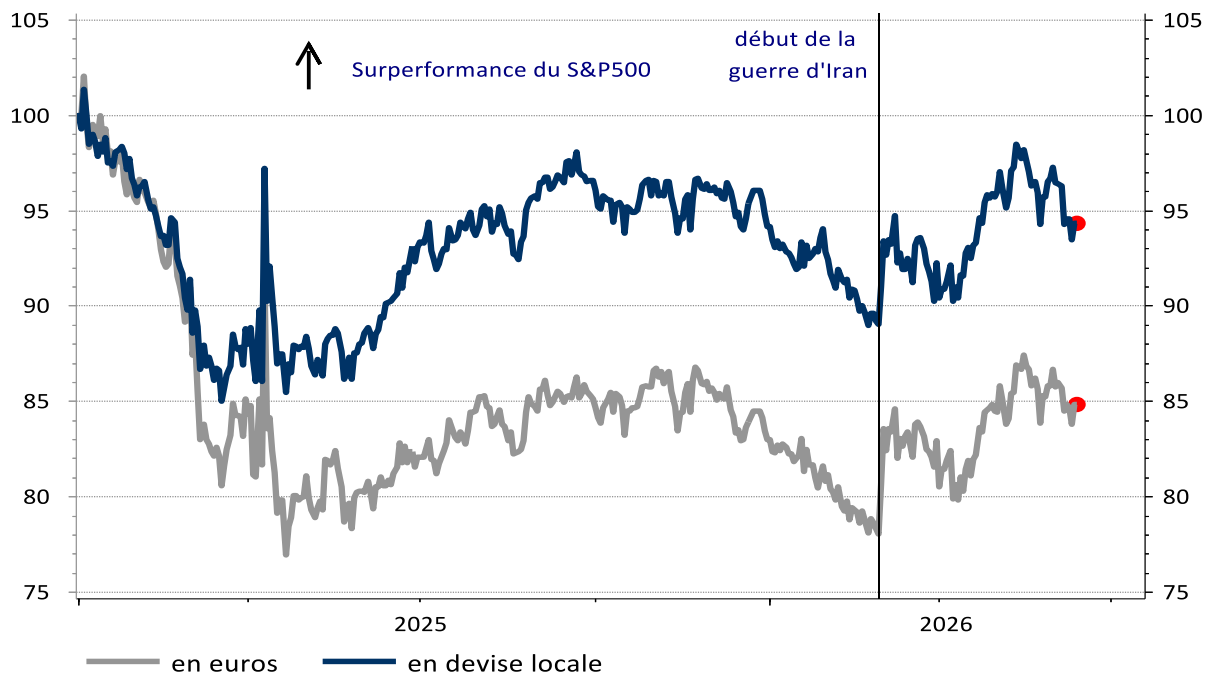
Depuis l'entame de la guerre d'Iran, nous avons décidé de surpondérer le marché actions américain au détriment du marché européen².

Cette stratégie a fonctionné jusqu' à présent, tant en euro qu'en dollar (cf. graphique ci-dessous).

² Voir notre Alerte du 5 mars dernier : « *Epic Fury J+5 : implications pour les investisseurs* »

S&P500 / Eurostoxx large

(performance relative depuis le début de 2024 en total return)



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Il faut probablement aujourd'hui, d'un point de vue tactique (prochaines semaines), alléger cette position :

- Les tensions liées à la guerre d'Iran devraient s'estomper progressivement ; or, les actions européennes ont été davantage pénalisées par la guerre en Iran ;
- La correction dans la Tech US est susceptible de se poursuivre à court terme ; or, le poids de la Tech dans les indices actions européens est nettement inférieur à celui des indices actions américains ;
- La première réunion de politique monétaire de la Fed dirigée par Warsh est susceptible d'amener un peu de volatilité sur les taux américains ;
- Le positionnement des investisseurs sur l'Europe est assez faible ;
- L'écart de surprises macro est déjà très élevé et donc susceptible de se réduire quelque peu ;
- L'effet négatif de l'appréciation de l'euro en 2025 ne joue plus sur les BPA européens ;
- Nous ne croyons pas en l'état de notre côté à 2 hausses supplémentaires de taux directeurs de la BCE d'ici fin 2026.

En termes de secteurs, nous sommes neutres sur l'arbitrage cycliques / défensives en termes de couple rendement / risque.

Au sein des cycliques, les secteurs de la Consommation cyclique (y compris Loisirs et Luxe) et les Medias semblent intéressants (révisions bénéficiaires haussières, valorisation faible).

Par ailleurs, nous restons surpondérés sur les Minières (indexation à la thématique souveraineté / conflictualité). A l'inverse, la thématique de l'électrification devrait à court terme être pénalisée par la baisse des prix de l'énergie.

Au sein des valeurs défensives, nous préférons les Staples, dont le cours intègre beaucoup de mauvaises nouvelles, et les Telcos, dont la dynamique de BPA est satisfaisante et la valorisation correcte. A l'inverse, nous sous-pondérons les Utilities qui affichent des révisions de BPA les plus positives de l'univers Défensives, mais cela semble déjà pricé (valorisation élevée). D'une manière générale, le potentiel de baisse des Défensives est limité, avec une indexation à la hausse en cas de rebond des marchés et de baisse des taux longs.

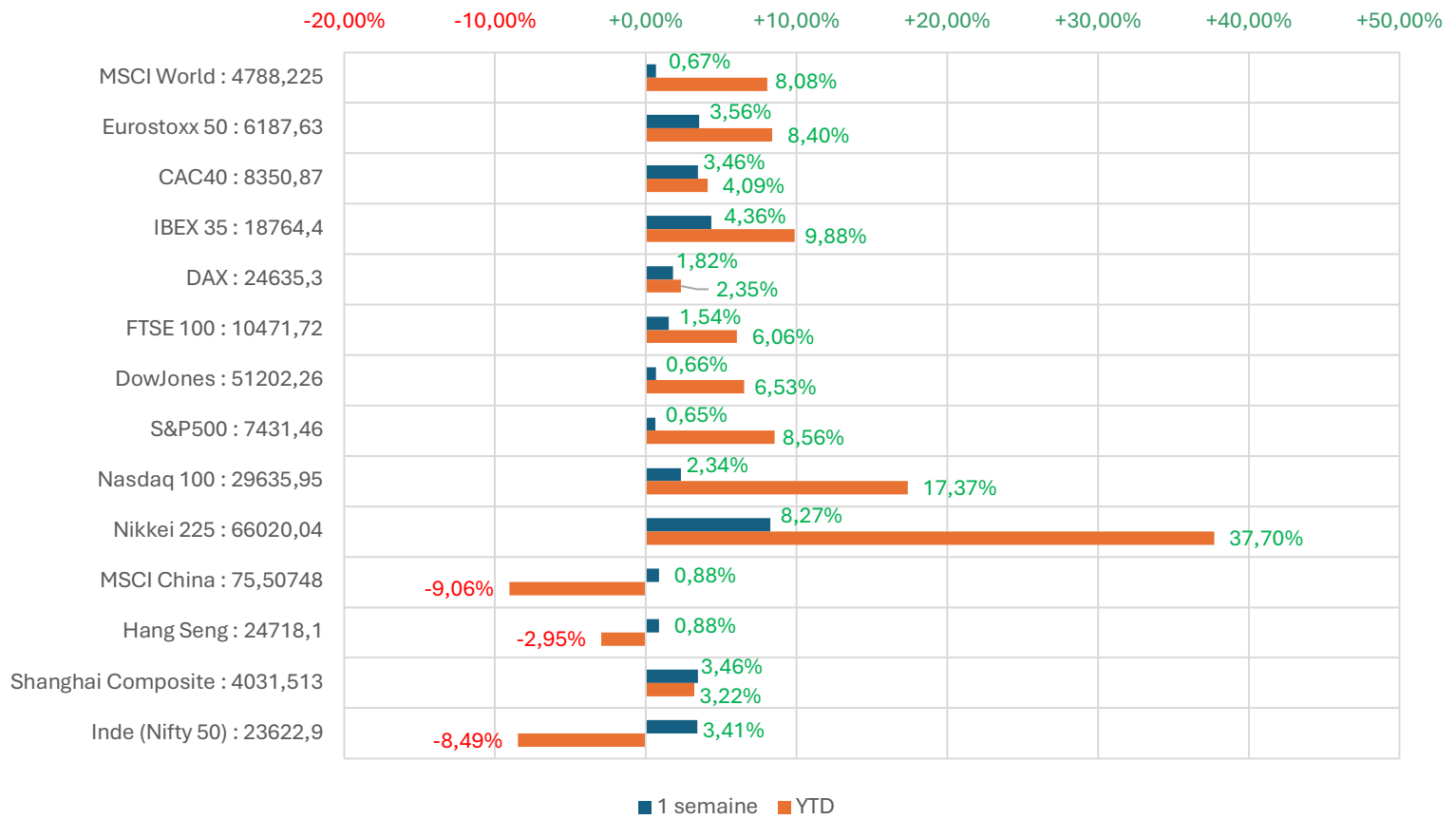
En termes de styles d'investissement, nous restons surpondérés sur la croissance vs le value dans un contexte de croissance morose.

Soulignons par ailleurs que le contexte nous paraît favoriser davantage le stock picking que l'allocation sectorielle. En effet, on note une forte dispersion intra-sectorielle et une faible volatilité au sein des actions. La corrélation entre actions reste faible. Il n'y a donc pas de facteur commun haussier général.

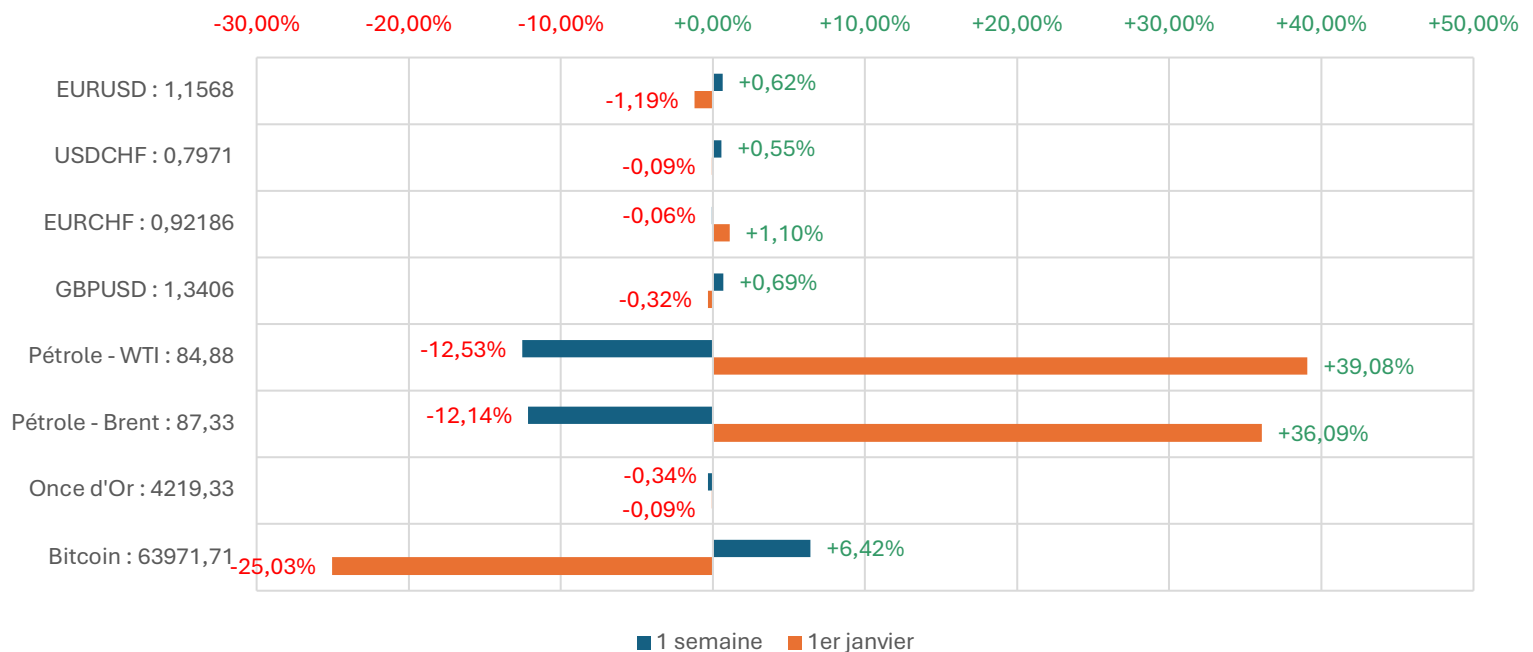
Sur les marchés obligataires, il convient de surpondérer le marché core européen. Le différentiel de taux longs entre les USA et l'Europe va s'élargir (de 140 pb sur les dernières séances pour le spread T-note/Bund à 10 ans à 170 pb à fin 2026 selon nos estimations).

Tableau de bord des marchés

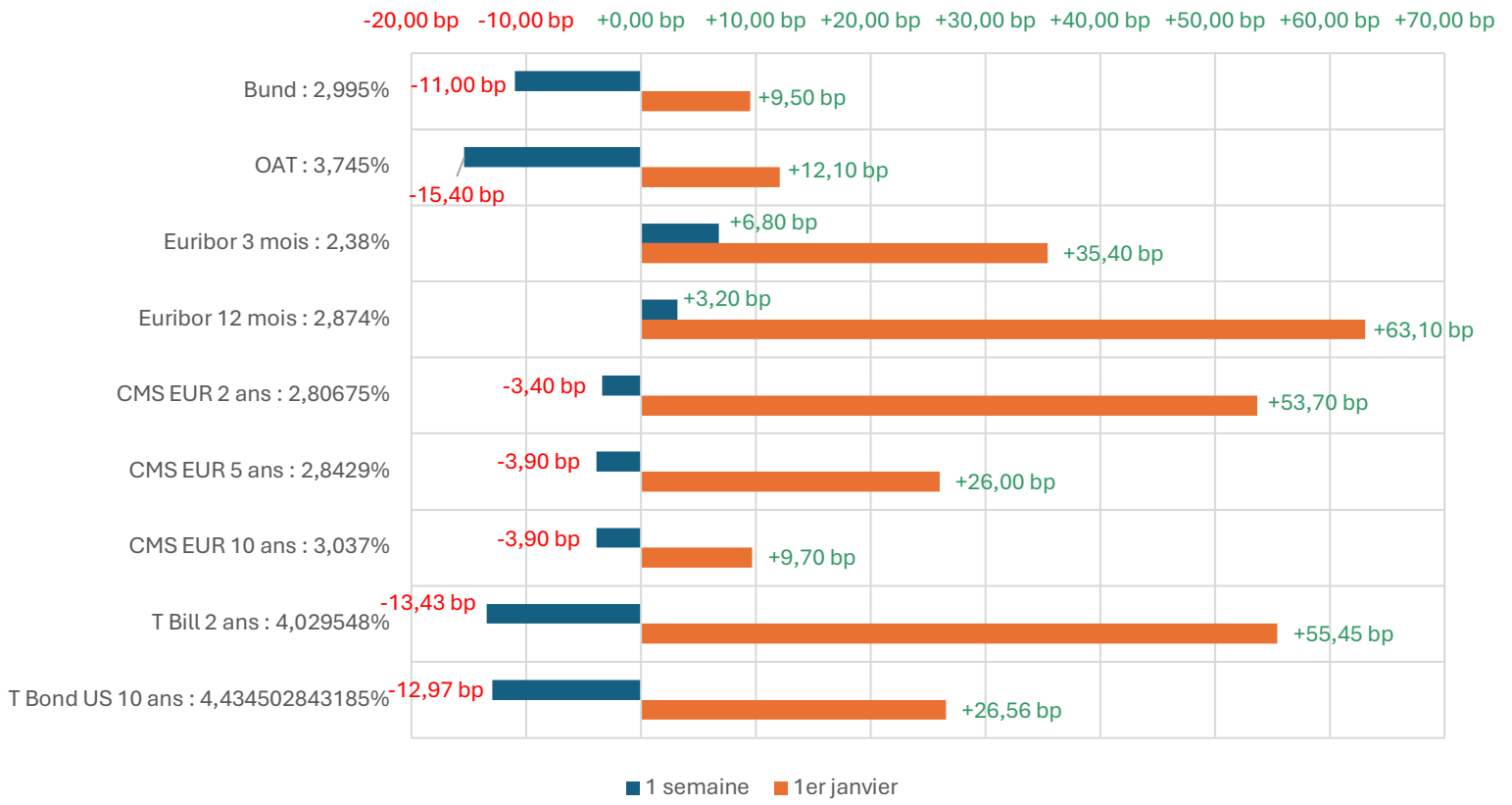
ACTIONS



CHANGES ET MATIÈRES PREMIÈRES



TAUX D'INTÉRÊT



Avertissement

Ce document est rédigé conjointement par SOCOFI et APICIL INVESTMENT SOLUTIONS.

À propos de SOCOFI

La Société Socofi (LCV Research, ou Les Cahiers Verts de l'économie) élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques et financières internationales.

Socofi est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est aussi garantie par le fait que Socofi n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi.

Cette recherche, comme son contenu, sont la propriété exclusive de Socofi et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement. socofi@socofi.com

À propos de APICIL INVESTMENT SOLUTIONS

APICIL INVESTMENT SOLUTIONS est une marque d'EQUITIM, entreprise d'investissement régulée par l'ACPR sous le numéro 11283 et par l'AMF.

Adresse : 127 rue d'Aguesseau, 92100 Boulogne Billancourt

www.apicil-is.com – hello@apicil-is.com

Avertissements :

Sauf mention contraire, la source des données est Socofi (Les Cahiers Verts de l'économie).

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une offre commerciale, ni une incitation à investir, ni une recommandation, ni un acte de démarchage. Le contenu est non-contractuel.

Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi et APICIL IS et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi ni d'APICIL IS.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'investissement dans des instruments financiers présente un risque de perte en capital.