



9 janvier 2019

## Faut-il craindre une récession en zone euro et en Allemagne ?

**Un trimestre de contraction en Allemagne ? Indicateurs avancés peu encourageants. La BCE reste confiante. Statu quo sur les taux directeurs. Nouvelles opportunités pour les actions.**

### Points-clés

- Déclin de la croissance du PIB de -0.2% au 3<sup>ème</sup> trimestre
- La production industrielle allemande chute de -1.9%
- Le ralentissement européen s'intensifie
- Les cinq principaux pays de l'UE voient leur conjoncture s'affaiblir
- Les indicateurs avancés ne sont pas optimistes
- La confiance fait place à l'inquiétude
- Stabilité surprenante de l'euro
- La BCE déjà en mode électoral ?
- Quelles perspectives pour les marchés de taux en euro en 2019 ?
- Après le choc du 4<sup>ème</sup> trimestre les actions européennes offrent de nouvelles opportunités
- Ajustement significatif des niveaux de valorisation et de risque
- Prime de risque de 25% en faveur des actions européennes

### Le ralentissement européen s'intensifie

Les perspectives demeurent incertaines pour l'ensemble de la zone euro, dans le contexte d'un probable ralentissement net de la croissance au 4<sup>ème</sup> trimestre. La croissance du PIB avait déjà décliné de +0.4% au 2<sup>ème</sup> trimestre à seulement +0.2% au 3<sup>ème</sup> trimestre, abaissant à +1.7% la progression du produit intérieur brut de la zone euro sur un an. Le rythme de croissance est ainsi passé en dessous de sa tendance récente contre toute attente. La contraction de l'économie allemande de -0.2% au 3<sup>ème</sup> trimestre avait largement contribué à cette baisse.

Le secteur automobile allemand semble en particulier avoir été l'un des facteurs principaux de cet affaiblissement. La correction de l'euro de près de -10%, de 1.24 à 1.14 contre le dollar au 2<sup>ème</sup> trimestre, n'a pas soutenu les exportations européennes au cours des derniers mois. La demande extérieure a ainsi été plus affectée par les questions tarifaires et les incertitudes liées aux risques de guerre commerciale que par la dépréciation de l'euro.

Pourtant, la plupart des observateurs considèrent toujours que l'économie européenne devrait atteindre un rythme de croissance de +2% en 2018 et de +1.6% en 2019, malgré les contreperformances récentes de l'Allemagne. Les risques de récession en Europe restent ainsi limités et ne sont que d'environ 20%, soit à peine plus qu'aux Etats-Unis (15%).

### Inquiétudes légitimes sur le PIB allemand

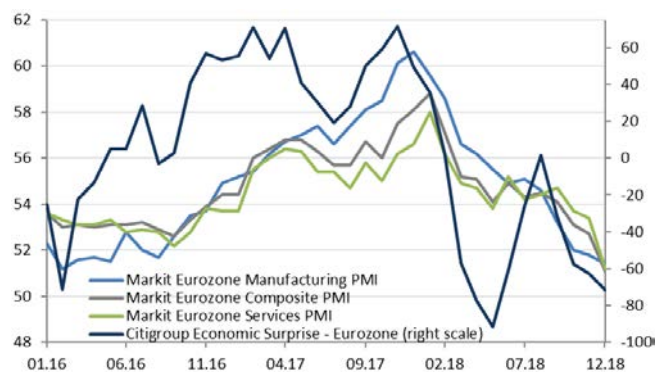
La situation en Allemagne ne semble pas montrer de signes clairs d'amélioration de l'activité industrielle notamment, ce qui fait craindre une performance économique au 4<sup>ème</sup> trimestre plutôt décevante pour la principale économie de la zone euro, ainsi qu'un début 2019 difficile. L'incertitude entoure donc toujours les prévisions concernant la zone euro, comme nous le relevions déjà dans nos précédentes analyses. Les derniers chiffres de la production industrielle allemande, pour le mois de novembre (-1.9%), ont largement surpris et indiquent une poursuite de la contraction de ce secteur pour le troisième mois consécutif. Ce résultat constitue la plus mauvaise performance trimestrielle du cycle économique actuel et n'est malheureusement pas limité au secteur automobile. Il pourrait cependant être compensé par un meilleur comportement des services et de la consommation (hausse des ventes de détail de +1.4% en novembre) soutenue par une confiance des ménages

toujours stable. Mais l'affaiblissement de la conjoncture en Allemagne se poursuit et augmente les risques de prévision pour le début de l'année 2019 pour l'ensemble de la zone euro, même si l'on observe, par ailleurs, dans d'autres pays des dynamiques plus positives. La BCE ne semble pas pour l'instant s'inquiéter outre mesure de ces développements. Elle indique que l'économie de la zone euro évolue toujours conformément à ses attentes et souligne notamment les bons développements dans le marché de l'emploi et ses effets probables sur les salaires et sur l'inflation. Toutefois, la BCE a encore légèrement réduit ses attentes de croissance à +1.7% pour 2019 (PIB réel) et à +1.6% pour l'inflation.

### Les indicateurs avancés ne sont pas optimistes

Le 4<sup>ème</sup> trimestre s'est terminé sans signe concret de reprise sur la plupart des indicateurs avancés. La zone euro semble poursuivre malheureusement la tendance déjà observée au précédent trimestre. Les indicateurs restent indécis, mais s'effritent régulièrement. L'indice Markit PMI composite a, en effet, encore glissé en décembre à 51.1, bien en dessous du sommet de 58.8 atteint en janvier 2018. Le déclin touche aussi bien les services (51.2) que le segment manufacturier (51.4). La performance de l'économie de la zone euro est toujours étroitement liée à celle de l'Allemagne qui ne montre toujours pas de signe de reprise en fin d'année. L'indice PMI manufacturier en Allemagne a chuté de 63.3 en début d'année à 51.5 en décembre 2018, en ligne avec les indicateurs avancés globaux qui terminent aussi l'année en baisse à 51.6. La chute de la production industrielle de -1.9% en novembre porte à -4.7% la contraction sur un an. L'inquiétude est donc légitime tant pour la santé de l'économie allemande que pour celle de la zone euro.

#### Eurozone - Indicateurs avancés



Sources: Bloomberg, BBTI Group SA

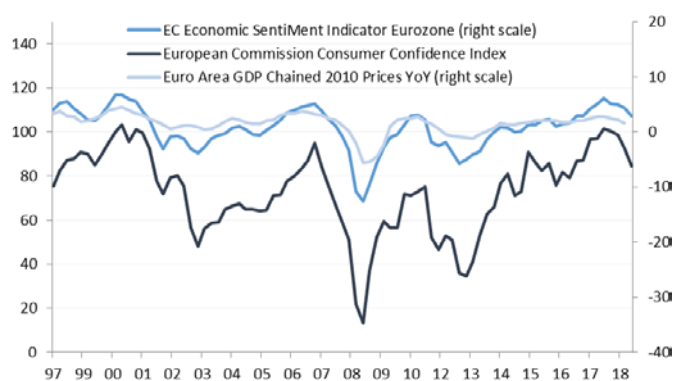
La situation n'est pas brillante pour la deuxième économie européenne, qui s'est enfoncée avec la crise des gilets jaunes. L'indice PMI composite pour la France est passé en dessous du seuil de croissance en décembre à 48.7. Globalement, les prévisions de croissance pour la

zone euro sont toujours plus incertaines dans ce contexte aussi bien pour le 4<sup>ème</sup> trimestre que pour le début d'année 2019. Mais heureusement le marché de l'emploi renforce régulièrement sa dynamique positive. Le taux de chômage (7.9%) pour les pays de la zone euro a glissé pour la première fois en dessous de 8% et revient ainsi au niveau qui prévalait en fin d'année 2008, ce qui correspond à une baisse du chômage de 50% par rapport au sommet de 12% atteint en 2013. Il se rapproche du taux de 6.7% mesurant le niveau de chômage dans l'Union européenne et constitue l'un des facteurs positifs permettant d'envisager une reprise du PIB.

### La confiance fait place à l'inquiétude

Dans le sillage des indices PMI, les diverses mesures du niveau de confiance des ménages et des entreprises pointent encore largement vers le sud. L'indicateur de la Commission européenne, mesurant le degré de confiance économique, a enregistré son douzième 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. La chute des exportations et les risques d'un Brexit dur, couplé à d'autres incertitudes politiques, comme la crise italienne, constituent les divers facteurs affectant la confiance en Europe. Le déclin de l'indice du climat industriel a été constaté dans les cinq plus importantes économies avec une chute plus importante en Espagne.

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



Sources: Bloomberg, BBTI Group SA

### Stabilité surprenante de l'euro

L'environnement économique difficile de la zone euro contraste assez nettement avec celui qui prévaut aux Etats-Unis. Les craintes de récession ont été évoquées dans les deux cas, mais il faut admettre que la zone euro est plus réellement concernée par ces inquiétudes, puisque l'économie américaine poursuit sa progression sans de véritables obstacles.

Toutefois, l'euro n'a étonnamment pas plus souffert au cours des derniers mois de ce facteur qui aurait pourtant dû le pénaliser. Le différentiel de taux d'intérêt avec le dollar US et les divergences de performances économiques n'ont pas provoqué de mouvements significatifs. Le taux de change actuel de 1.15 USD pour 1 euro intègre déjà certainement nombre de facteurs de risque pour la zone euro.

### Taux de change euro (USD, CHF, GBP)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La stabilisation actuelle pourrait alors faire place à une appréciation de l'euro en 2019, en cas de normalisation des perspectives de croissance. Le différentiel de taux longs pourrait, dès lors, se réduire et favoriser la monnaie unique.

### La BCE déjà en mode électoral ?

Le mandat du président de la BCE, Mario Draghi, arrivera à échéance en mai, juste après les élections européennes et avant la réunion du comité de la banque centrale du 6 juin 2019. A quelques mois de la fin de son mandat, ce dernier espérait sans doute pouvoir compter sur une économie européenne en meilleure santé que ce que nous venons de décrire. Il est vrai qu'il pouvait légitimement espérer, il n'y a que quelques mois encore, que la croissance européenne s'intensifierait et lui permettrait de quitter la BCE avec la conviction d'avoir accompli sa tâche. Mais c'était évidemment sans imaginer que les pressions du président américain sur les questions tarifaires et celles liées au Brexit causeraient autant d'incertitudes, au point de remettre en question le travail effectué ces huit dernières années, en cassant la dynamique économique qui semblait pourtant s'intensifier en zone euro. L'imminence de la fin de son mandat n'est, peut-être, pas sans influence sur l'appréciation par la BCE de la situation économique. Car l'optimisme toujours affiché, malgré la suite de statistiques inquiétantes, laisse penser que la BCE ne souhaite pas remettre en question maintenant sa politique.

Quoi qu'il en soit, les statistiques économiques actuelles ne changeront pas au moins un des éléments de la

politique monétaire annoncée. En effet, il n'était déjà pas question d'une remontée de taux directeurs au premier semestre, mais dans l'environnement actuel, il semble peu probable qu'une hausse ne soit annoncée avant le dernier trimestre 2019. La BCE a tout de même logiquement révisé à la baisse ses prévisions pour le PIB européen à +1.9% pour 2018 et surtout +1.7% pour 2019. Elle prend ainsi toujours un peu plus en considération les risques de diminution de la demande extérieure. La BCE a également maintenu ses taux directeurs inchangés à -0.4% pour les dépôts (réserves excédentaires des banques) et 0.25% pour son taux de prêt. En ce qui concerne les injections de liquidités au moyen de rachat de dettes gouvernementales, la fin du programme qui prend effet en janvier 2019 ne signifie pas que la BCE sera totalement passive. Elle poursuivra ensuite, pendant une période prolongée, le réinvestissement des dettes gouvernementales arrivant à échéance, afin de maintenir aussi longtemps que nécessaire les conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

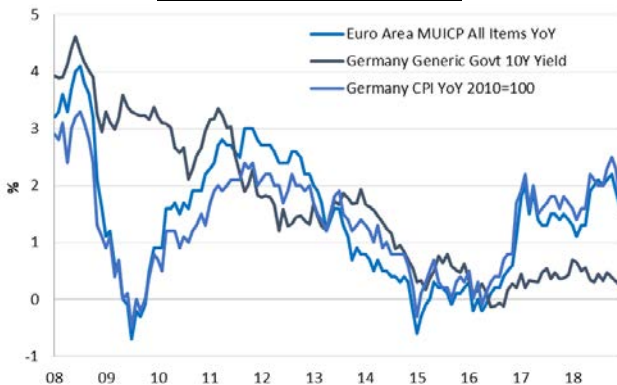
**Il faudra encore quelques trimestres de relance de la croissance et d'amélioration de l'emploi pour que la BCE agisse sur ses taux directeurs. L'inflation devra être « résiliente » pour conforter l'institution de modifier sa position sans risquer d'affecter la dynamique conjoncturelle et les conditions financières. Par ailleurs, la BCE attendra certainement une faiblesse de l'euro et une relance de l'inflation pour remonter ses taux directeurs.**

### Perspectives pour les marchés de taux en euro

L'affaïssement de la conjoncture dans l'Union européenne a logiquement diminué les pressions haussières sur les taux longs en euro. Les risques d'un ajustement ou de choc des taux sur l'ensemble de la « yield curve » sont donc sensiblement moins élevés aujourd'hui. L'inflation est assez largement en baisse, en raison notamment de la chute des prix de l'énergie et ne constitue pas une menace exigeant un ajustement rapide des taux. Le président Draghi semble toujours convaincu que le marché de l'emploi montrera toujours plus de signes de pressions à la hausse sur les salaires, ce qui conduira finalement à une progression de l'inflation sous-jacente au cours des prochains mois. Il est vrai que la tendance est positive, le chômage ayant passé en dessous de 8% pour la première fois depuis dix ans. L'inflation n'est plus que de +1.9% en novembre et de +1% seulement en excluant les composantes alimentation et énergie. Nous pensons que cette évolution à court terme contredit quelque peu l'appréciation de la BCE. 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 risque de hausse des taux longs est, pour l'instant, quelque peu repoussé par la faiblesse conjoncturelle, mais il n'est pas exclu que la chute de la demande de titres gouvernementaux soit sensiblement affectée par la fin du programme d'achats de la BCE et ne provoque une volatilité supérieure dans les marchés de taux en euros. Rappelons que les achats de la BCE avaient presque absorbé la totalité des nouvelles émissions nettes de titres souverains de la zone euro en 2018.

### Taux d'intérêt - inflation



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Dans un contexte économique écartant une récession en Allemagne, le taux à dix ans du Bund allemand devrait être plus proche du niveau atteint en octobre de 0.55%.

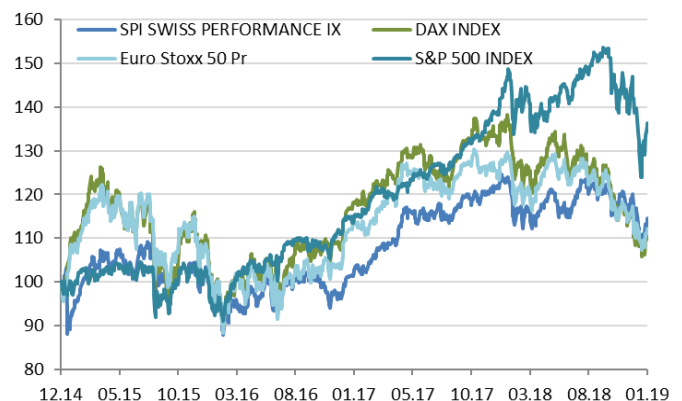
### Après le choc du 4<sup>ème</sup> trimestre les actions européennes offrent de nouvelles perspectives

Les marchés actions européens ont été fortement affectés par la dégradation des statistiques économiques dans les divers pays de la zone euro. La chute de -15% environ des plus grandes capitalisations boursières européennes, entre septembre et décembre 2018, n'a pourtant pas été plus dramatique que celle des valeurs américaines qui ont subi une chute plus récente et d'une plus grande ampleur.

Malgré des corrections de cours et de valeurs différentes entre zones géographiques, la valorisation des actions européennes reste durablement inférieure à celle des actions américaines, sans que cela ne provoque de processus d'arbitrage évident ou de revalorisation des cours. Aujourd'hui encore, le PE global du marché européen (11.9x les profits 2019) reste très attractif. En comparaison à celui des Etats-Unis (15.1x les profits 2019), l'écart de valorisation se maintient à environ 25%, ce qui constitue une prime de risque relativement importante, comme nous l'avions déjà relevé à la fin septembre.

Les valeurs européennes conservent un avantage de valorisation et de rendement (3.6% contre 1.9%), tandis que les perspectives bénéficiaires pour 2019 convergent avec celles des valeurs américaines. Elles devraient bénéficier du retour des investisseurs, mais elles souffrent pour l'instant d'un environnement macroéconomique incertain et d'un « news flow » peu encourageant. L'incertitude liée aux menaces protectionnistes des Etats-Unis devrait, cependant, progressivement s'estomper lorsqu'un accord sera trouvé entre les parties.

### Actions européennes



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La chute des cours et l'abaissement des niveaux de valorisation offrent de nouvelles opportunités d'investissement en Europe.

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: +4122 5959 611 - F: +4122 5959 612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch