

L'Allemagne pèse sur la croissance et la confiance de l'Europe

Faible croissance du PIB au T4 (+0.2%). Perspectives revues à la baisse pour 2019. La BCE réinjectera des liquidités (TLTRO). L'euro résiste. Prise de profits sur les actions.

Points-clés

- La croissance européenne reste très faible au 4^{ème} trimestre 2018 (+0.2%)
- L'Allemagne est la seule responsable
- Hausse du PIB européen de +1.2% sur un an
- L'économie allemande évite de justesse d'entrer en récession technique
- Les indicateurs avancés ont peut-être déjà vu le pire mais ne se redressent pas
- PMI manufacturiers en dessous de 50
- La situation en Allemagne pèse sur la confiance
- L'euro fait de la résistance
- La BCE annonce un nouveau TLTRO
- Pas de hausse de taux mais 700 milliards de prêts
- Disparition temporaire des rendements sur les marchés obligataires
- Les actions européennes conservent leur prime de risque après la hausse de +13% des indices
- C'est l'heure des prises de profits sur les actions

La croissance européenne reste très faible au 4^{ème} trimestre 2018

Les signaux de ralentissement économique en zone euro se sont multipliés au 4^{ème} trimestre 2018 avec notamment un affaiblissement très net de la conjoncture en Allemagne. Les perspectives économiques de l'ensemble de la zone euro étaient alors assombries par les inquiétudes légitimes qui pesaient sur l'évolution de l'activité économique en Allemagne et son influence sur la croissance globale de la zone euro. Le PIB de la zone euro et de l'Union européenne a finalement très légèrement progressé (+0.2%) après un résultat

révisé à seulement +0.1% pour le troisième trimestre 2018. L'économie allemande évite de justesse d'entrer en récession technique grâce à une stagnation (+0.0%) de l'économie au T4, tandis que l'Italie ne pouvait y échapper suite à un second trimestre (-0.2%) consécutif de décroissance. Sur un an, la croissance de la zone euro était de +1.2%, légèrement en-dessous de la performance du PIB de l'UE (28) (+1.4%).

Le rythme de croissance s'est donc considérablement affaibli au second semestre principalement en raison de la faiblesse de l'économie allemande. En effet, les autres pays européens ont mieux résisté mais ils n'ont pas été en mesure de soutenir plus nettement la croissance, malgré une progression de +0.7% en Espagne, de +0.5% en Hollande, +0.4% au Portugal et de +0.3% en France. L'économie allemande, qui a été pendant longtemps le moteur de la reprise économique européenne, est aujourd'hui très nettement impactée par la diminution de la demande industrielle internationale.

La première puissance économique européenne est à l'arrêt et menace également la croissance d'autres pays et régions d'Europe centrale et de l'est dépendantes de l'industrie allemande. Les nouvelles normes européennes auxquelles doit se conformer l'industrie automobile allemande sont souvent évoquées comme des facteurs affectant le secteur manufacturier conjointement aux pressions exercées par Donald Trump sur le secteur. Plus globalement, c'est l'affaiblissement de la demande mondiale pour les produits industriels de tous types (biens d'équipements, machines, outils, véhicules, etc...) qui touche plus fortement l'Allemagne que ses partenaires européens. La production industrielle mondiale a en effet reculé au cours des derniers trimestres, mais cette tendance touche également les biens intermédiaires et les biens de consommation. Le poids du secteur industriel en

Allemagne est important et explique la contreperformance du pays au sein des membres de l'UE.

Il est cependant encore un peu prématuré selon nous d'évoquer un changement de leadership de la croissance européenne. Nous estimons que la contraction de l'activité industrielle internationale est pour l'instant plus cyclique que structurelle et en grande partie liée aux incertitudes posées par l'attitude du président américain à l'égard des ses partenaires commerciaux. Un accord est toujours attendu entre la Chine et les Etats-Unis. Ce dernier devrait changer sensiblement la confiance des agents économique et affecter positivement la dynamique économique internationale pour 2019.

Les indicateurs avancés ont peut-être déjà vu le pire mais ne se redressent pas

Ça ne va toujours pas mieux pour les indicateurs manufacturiers de la zone euro qui enregistrent de nouvelles baisses en mars 2019. L'inquiétude était déjà palpable lorsque l'indice Markit PMI manufacturier avait glissé en dessous de 50 en février (49.3), mais la chute de mars à 47.6 risque bien de relancer les inquiétudes des investisseurs sur la croissance en Europe pour le second trimestre. En effet, le niveau actuel est désormais le plus bas enregistré depuis avril 2013. L'indice composite a également accusé le choc en glissant de 51.9 à 51.3 mais reste globalement en zone de croissance grâce à la bonne tenue du segment des services.

Eurozone - Indicateurs avancés



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La performance de l'économie de la zone euro souffre évidemment de sa dépendance à l'Allemagne, dont l'indice PMI manufacturier chute plus nettement en février pour atteindre 44.7 soit la valeur la plus faible depuis juillet 2012. La situation conjoncturelle dans le secteur industriel allemand semble ne pas être au bout de ses difficultés. La production industrielle enregistrait une contraction de -0.8% en février et une chute des commandes de -2.6% qui ne laissent pas entrevoir de

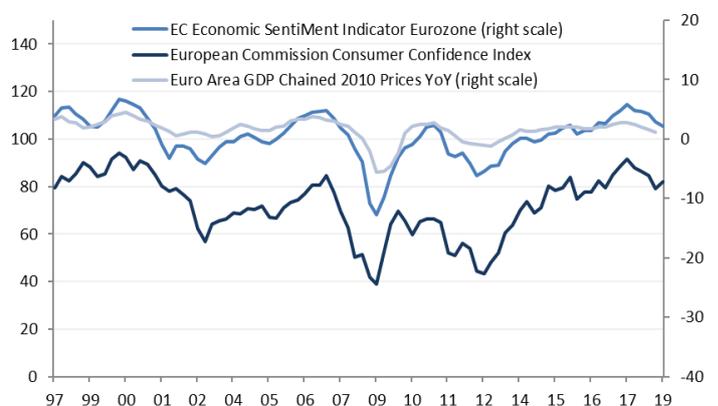
changement de tendance. C'est la troisième contraction mensuelle de la production industrielle enregistrée.

L'inquiétude persiste et progresse même substantiellement dans ce contexte de performance macro-économique médiocre de début d'année. Le secteur manufacturier est à la peine et les indicateurs avancés suggèrent même une intensification de la contribution négative de ce segment à la croissance du PIB pour les trois premiers mois de l'année et pour le deuxième trimestre.

La situation en Allemagne pèse sur la confiance

Le marché de l'emploi renforce régulièrement sa dynamique positive. Le taux de chômage pour les pays de la zone euro (7.8%) poursuit sa baisse et revient ainsi au niveau qui prévalait en fin d'année 2008, ce qui correspond à une baisse du chômage de 35% par rapport au sommet de 12% atteint en 2013. Mais cela ne suffit pas à améliorer la confiance des ménages à juste titre plus inquiets du retournement de tendance négatif opéré au second semestre 2018 et qui semble se poursuivre en 2019.

Eurozone PIB, confiance économique et confiance des consommateurs



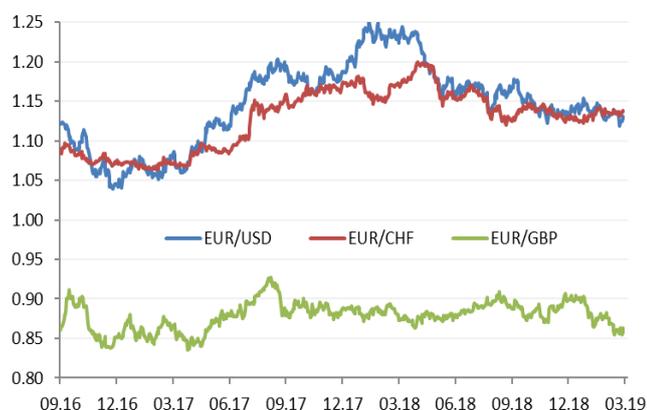
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Dans le sillage des indices PMI, les diverses mesures du niveau de confiance des ménages et des entreprises restent négatives. L'indicateur de la Commission européenne, mesurant le degré de confiance économique, est à peine moins négatif (-7.2) en mars qu'il ne l'était en février (-7.4). Les ménages, comme les industriels, semblent de plus en plus concernés par l'évolution du contentieux commercial entre les grandes puissances économiques. A quelques jours du Brexit, l'absence de solution négociée n'aide pas à envisager sereinement une sortie du Royaume-Uni sans impact sur l'économie du continent. L'indicateur ZEW Euro, mesurant les perspectives économiques pour les six prochains, s'est pourtant amélioré pour le 5^{ème} mois consécutif en Allemagne tout en restant en zone négative, suggérant que le pessimisme est sans doute en recul.

L'euro fait de la résistance

L'environnement économique ne s'est pas amélioré dans la zone euro ces derniers mois, mais la monnaie unique reste pourtant relativement stable dans ce contexte toujours plus incertain. La baisse des rendements en euro n'a pas réellement affecté la devise qui s'est stabilisée contre le dollar US entre 1.12 et 1.15. Le différentiel de taux d'intérêt avec le dollar US et les divergences de performances économiques n'ont en effet pas provoqué de mouvements significatifs. Le taux de change actuel de 1.13 USD pour 1 euro intègre probablement déjà les risques de ralentissement connus de 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, ce qui semble difficile à prévoir aujourd'hui. Mais dans le cas contraire, une chute de l'euro/dollar apparaît probable dans un environnement caractérisé par une plus forte pression baissière sur les taux longs en euro et une stabilisation probable des taux longs en dollars US.

La BCE annonce un nouveau TLTRO

Ce n'est évidemment pas une grande surprise que de constater que la BCE a quelque peu modifié sa perception de la situation conjoncturelle en Europe à la lumière du ralentissement du secteur manufacturier et de la faiblesse de la conjoncture allemande. Les prévisions de croissance annoncées lors de la dernière conférence de presse de la BCE pour l'économie européenne ont été abaissées de +1.7% (prévision de décembre) à seulement +1.1%. Face au risque de ralentissement de l'économie de la zone euro, la BCE a annoncé sa décision de repousser une première hausse des taux d'intérêt directeur à 2020 et de relancer une politique de prêts au secteur bancaire.

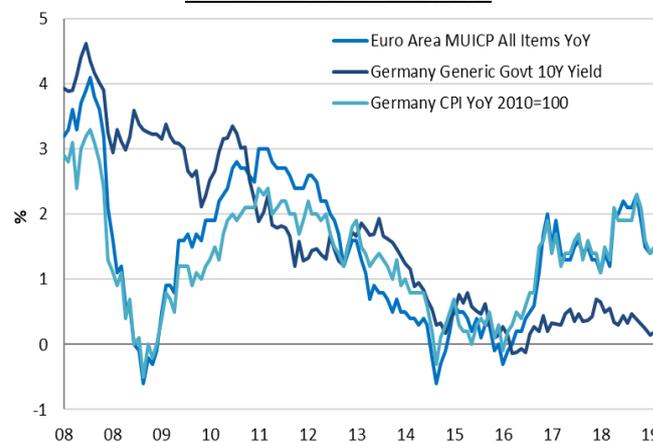
Cette première annonce n'est pas une surprise, nous estimions déjà que le tassement conjoncturel de la fin d'année 2018 serait de nature à repousser au mieux une hausse de taux au dernier trimestre 2019.

En ce qui concerne la seconde annonce, la BCE modifie assez radicalement sa position et annonce une relance des injections de liquidités dès le mois de septembre après avoir mis fin à son programme d'achat de titres, qui avait pris effet en janvier 2019. Ces injections de liquidités prendront une autre forme, elles seront ciblées sur le secteur bancaire et devront permettre de stimuler l'activité économique par une augmentation des prêts aux entreprises et aux ménages. Ces nouvelles opérations (TLTRO) de refinancement des banques pourraient porter sur plus de 700 milliards d'euros et visent notamment à éviter une contraction du crédit.

Disparition temporaire des rendements sur les marchés obligataires

L'affaiblissement de la conjoncture dans l'Union européenne a eu un impact majeur sur l'évolution des marchés de taux en euro au cours des six derniers mois. Alors que les perspectives de croissance s'amenuisaient régulièrement au rythme de la chute des indicateurs avancés du secteur manufacturier, les taux longs en euro changeaient brutalement de cap et reprenaient une tendance baissière soutenue par une correction concomitante des indices de prix. L'inflation est en effet assez nettement en baisse depuis plusieurs mois dans la zone euro, en raison essentiellement toutefois de la chute des prix de l'énergie. L'indice CPI s'est en effet contracté de son niveau maximum atteint en octobre 2018 de +2.3% à seulement +1.5% en février de cette année. En excluant les composantes alimentations et énergie, l'ajustement de l'indice CPI core de +1.2% à +1% est en effet moins perceptible.

Taux d'intérêt - inflation



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

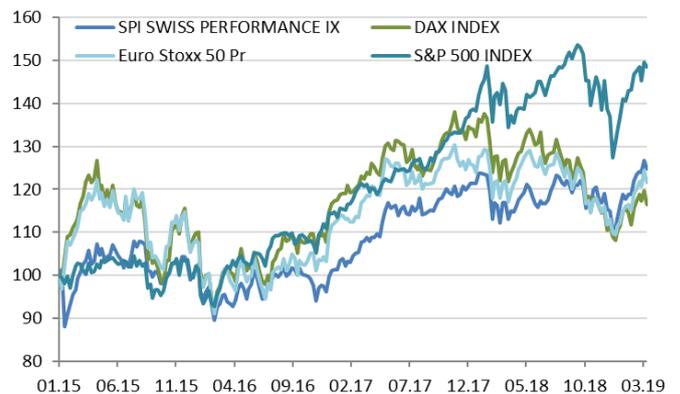
Ces développements n'ont pas manqué de modifier très sensiblement la perception des investisseurs du niveau adéquat des taux longs en début 2019. Les taux longs en euro ont donc suivi les indices PMI manufacturiers européens pour retrouver les niveaux historiques de l'année 2016. Le rendement du Bund à dix ans est à nouveau proche de zéro, traduisant ainsi un degré de pessimisme assez extrême des investisseurs. Le président Draghi a finalement dû aussi réviser ses attentes en matière d'inflation malgré sa conviction que le dynamisme du 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. Les prévisions de la BCE ont ainsi été réduites à +1.2% pour 2019. La tendance actuelle est orientée à la baisse et le risque de hausse des taux longs est, pour l'instant, clairement repoussé par la faiblesse conjoncturelle de la zone euro. Le pessimisme est pourtant peut-être déjà extrême et particulièrement motivé par le comportement négatif du secteur manufacturier. Une stabilisation puis un retournement des indicateurs avancés dans l'industrie semble indispensable à un réajustement des anticipations sur les taux longs. Nous recommandons plus que jamais d'éviter les placements obligataires en euro dont les perspectives à moyen terme n'offrent pas d'intérêt.

Prises de profit sur les marchés actions

Nous relevons il y a quelques mois que les actions européennes devaient profiter en début d'année 2019 d'une probable diminution des tensions internationales et bénéficier alors d'un arbitrage favorable des investisseurs en raison de la prime de risque positive qui leur était associée. La performance des actions européennes a effectivement été soutenue par un climat des investissements plus positif en ce début d'année. L'indice Euro Stoxx 50 des principaux « blue chips » européens, l'indice Euro Stoxx et le STX Europe 600 ont tous enregistré des performances proches de +13% en moins de trois mois. En retrouvant les niveaux de prix atteints en septembre, les marchés européens ont récupéré rapidement les pertes de valeurs enregistrées au 4^{ème} trimestre 2018.

Après ces progressions réjouissantes, le PE global du marché européen a nettement rebondi (13.2x les profits 2019). Toutefois, en raison de la hausse également observée sur les autres marchés actions, il reste attractif en termes de valorisations relatives. Le PE du S&P500 est déjà de 16.9x les profits 2019, tandis que celui des actions suisses se situe à 15.3x. L'écart de valorisation se maintient à environ 25%, ce qui constitue une prime de risque relativement importante, qui reste stable depuis plusieurs trimestres. 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.

Actions européennes



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Malgré ces facteurs positifs 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. Mais il faudra aussi que la conjoncture européenne puisse offrir de meilleures perspectives pour justifier une réelle surperformance des valeurs de la zone euro.

Dans ce contexte, nous recommandons des prises de profits temporaires sur l'ensemble des marchés européens.

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