



19 juin 2019

La croissance du PIB européen de +0.4% sera-elle soutenable ?

Rebond de la consommation (+0.5%). PMI encore hésitants. Taux longs au plus bas historique. Relative stabilité de l'euro. Prime de risque élevée des actions européennes (27%)

Points-clés

- Meilleur début d'année qu'attendu pour la croissance européenne
- Croissance de +0.4% du PIB et +1.2% sur un an
- Consommation des ménages en hausse de +0.5%
- Les indicateurs avancés ont peut-être déjà vu le pire et semblent enfin se redresser
- Secteur manufacturier toujours en difficulté
- Baisse de la production industrielle de -0.5% en avril
- Légère amélioration de la confiance
- Relative stabilité de l'euro
- Transition compliquée à la BCE
- Eviter à tout prix une nouvelle récession
- Poursuite de la chute des rendements en euro
- Taux à dix ans au plus bas historique (-0.26%)
- Prime de risque élevée (27%) pour les actions européennes
- Une accélération de la croissance est indispensable à une surperformance des valeurs européennes

Meilleur début d'année qu'attendu pour la croissance européenne

La croissance du PIB de la zone euro a surpris favorablement les prévisionnistes en enregistrant une hausse de +0.4% sur le 1^{er} trimestre et +1.2% sur un an. Cette surprise positive n'est pourtant pas le signe d'un retournement très net de tendance puisqu'en comparaison annuelle, la croissance de +1.2% en mars est identique à celle de décembre.

Il s'agit néanmoins d'un signe positif et plutôt rassurant qui intervient au moment où les risques

d'une récession de l'économie allemande provoquaient une incertitude élevée sur la dynamique globale en Europe.

Le rythme de croissance du PIB de la zone euro s'est donc heureusement accéléré en début d'année un peu contre toute attente. La consommation des ménages s'est avérée nettement plus résiliente dans un contexte pourtant difficile sur le plan international et domestique. Elle a ainsi contribué très largement à la bonne tenue du PIB grâce à une hausse de +0.5% sur le trimestre (+1.1% sur un an). Les exportations ont également progressé de +0.6% tandis que les dépenses publiques n'avançaient que de +0.1%.

Le PIB de l'Union européenne était encore un peu meilleur (+0.5%) que celui de la zone euro (+0.4%) en raison notamment des contributions plus dynamiques de pays comme la Pologne (+1.5%), la Hongrie (+1.5%) et la Roumanie (+1.3%).

En zone euro, tous les pays ont enregistré des résultats positifs, mais le rebond allemand (+0.4%) a été essentiel pour le résultat global de la zone euro. Parmi les poids lourds de la zone euro, les croissances française et belge se sont avérées un peu inférieures (+0.3%). Celle de l'Italie (+0.1%) restait à peine positive. L'Espagne (+0.7%) et les Pays-Bas (+0.5%) tiraient la tendance à la hausse.

Le rythme de croissance s'est donc heureusement renforcé en début d'année, permettant d'écarter les perspectives de récession.

L'économie allemande, qui a été pendant longtemps le moteur de la reprise économique européenne fait face, malgré ce résultat trimestriel plutôt encourageant, à la diminution de la demande industrielle internationale.

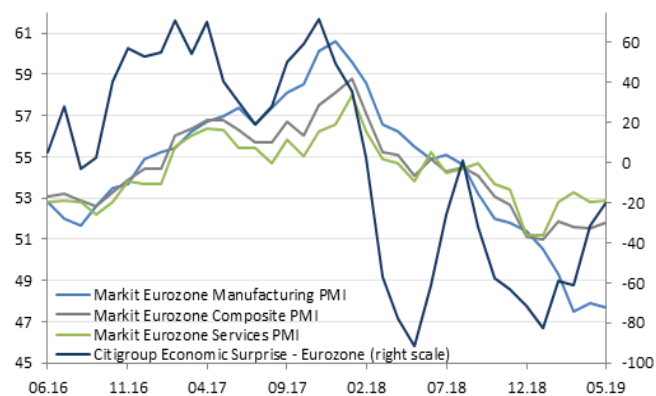
Les indicateurs avancés ont peut-être déjà vu le pire et semblent enfin se redresser

L'indicateur avancé du secteur manufacturier a très légèrement rebondi au cours des deux derniers mois et se situe en mai (47.7) un peu plus haut que le niveau du mois de mars (47.5). Une stabilisation de cet indice est déjà un premier signe positif dans le contexte difficile d'une dégradation régulière de quinze mois. L'incertitude persiste d'autant que la stabilisation actuelle reste en-dessous du seuil de croissance de 50.

L'indice PMI des services s'est mieux comporté, car après une période de déclin un peu moins longue (12 mois) il enregistre une reprise sensible en mai (52.9) depuis son point bas de janvier (51.2).

Le PMI composite est donc logiquement meilleur depuis le début de l'année et rebondi aussi de 51 à 51.8 entre le mois de janvier et le mois de mai.

Eurozone - Indicateurs avancés



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

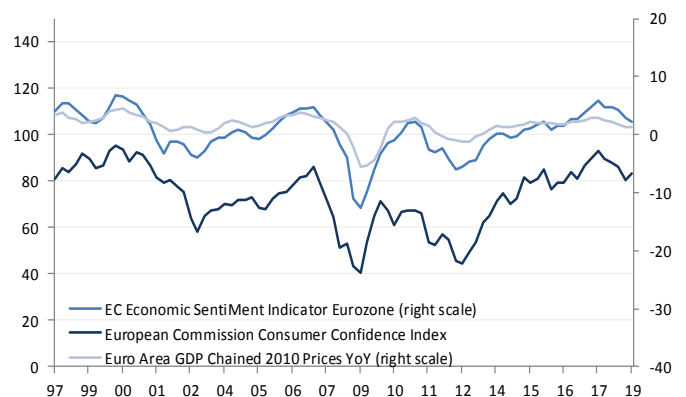
Secteur manufacturier toujours en difficulté

La production industrielle de la zone euro a encore glissé de -0.5% en avril pour le second mois consécutif (-0.3% en mars). C'est la production industrielle allemande qui tire la performance globale à la baisse. Les performances des secteurs manufacturiers français, espagnol et irlandais ont permis de compenser en partie ce déclin allemand. Mais la situation conjoncturelle dans le secteur industriel allemand ne semble pas être au bout de ses difficultés. La production industrielle enregistrait même sa plus forte contraction depuis quatre ans en avril (-1.9%). L'inquiétude est donc toujours bien présente dans ce secteur, ce qui a motivé la BCE à annoncer des mesures de support à la croissance en soulignant qu'il existait des risques d'une contamination à d'autres secteurs du ralentissement dans l'industrie.

Légère amélioration de la confiance

Le marché de l'emploi renforce encore sa dynamique positive en avril et mai. Le taux de chômage pour les pays de la zone euro (7.6%) 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. Parallèlement, les bons résultats économiques du 1^{er} trimestre ont été enregistrés en période d'amélioration de la confiance des ménages qui se situe en mai à son plus haut niveau depuis le début de l'année.

Eurozone PIB, confiance économique et confiance des consommateurs



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'indicateur de la Commission européenne, mesurant le degré de confiance économique enregistre un premier rebond en mai après seize mois de déclin. Il est évidemment trop tôt pour parler de renversement de tendance à ce stade, mais la plupart des autres indicateurs de sentiment montre une image similaire.

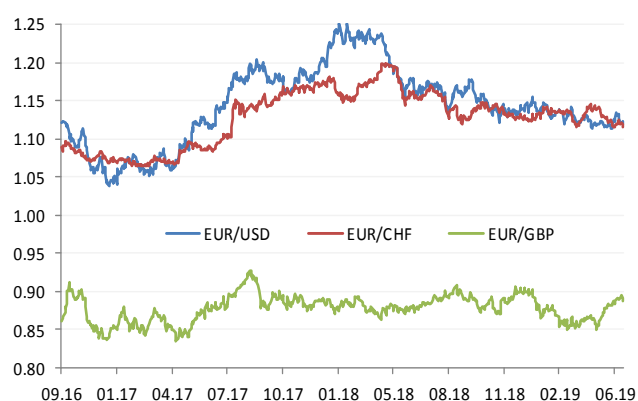
Relative stabilité de l'euro

L'amélioration de la performance économique n'a pas soutenu une revalorisation de l'euro au cours des derniers mois. Le taux de change Euro/USD a légèrement fléchi mais est resté relativement stable, oscillant entre 1.13 et 1.11 pendant cette période. 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.

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 malgré quelques signes plus positifs au 2^{ème} trimestre. 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.

Taux de change euro (USD, CHF, GBP)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Transition compliquée à la BCE

La Banque centrale européenne cherche son nouveau président. Le successeur de Mario Draghi n'est pas encore nommé et le candidat qui assumera prochainement ses fonctions n'hériterait pas d'une situation dépourvue de tout risque dans cinq mois. Le contexte économique a en effet évolué moins favorablement que l'escomptait Mario Draghi pour transmettre le pouvoir. Ces prétendants à la fonction suprême de banquier central s'efforcent de donner un message rassurant en soutenant la lutte contre le ralentissement économique. On évoque par exemple de plus en plus une nouvelle baisse des taux de la BCE qui pourrait être accompagnée par des mesures compensatoires pour les banques.

La BCE avait déjà 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 avaient été abaissées à seulement +1.1%, et face au risque de ralentissement la BCE avait 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.

La BCE a ainsi maintenu ses taux directeurs inchangés et déclarait ne pas vouloir les toucher avant la fin du premier semestre 2020, reportant ainsi de six mois le délai évoqué lors de sa précédente conférence. On en sait désormais plus sur le programme de prêt aux banques qui débutera en septembre pour sept mois. La méthode choisie vise à privilégier les taux de financement accordés aux banques qui distribueront une plus large quantité de crédit dans l'économie. La BCE s'est aussi voulue rassurante sur le stock de crédit existant en indiquant qu'elle réinvestirait aussi

longtemps que nécessaire les milliards d'euros composant son stock d'obligations acquises depuis 2015.

Eviter à tout prix une nouvelle récession

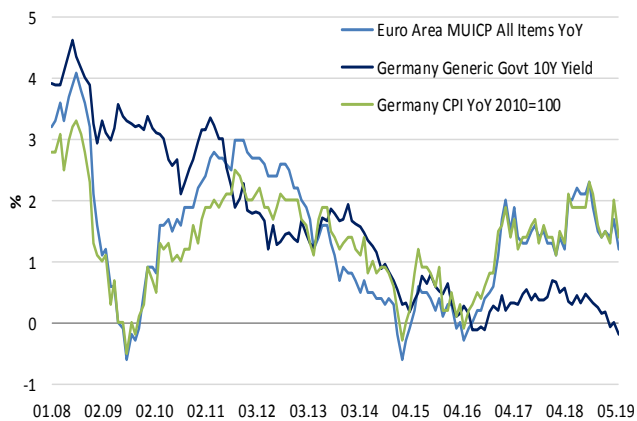
La BCE constate, comme d'autres banques centrales, la montée des risques de ralentissement mondial en 2019, alors qu'elle espérait avoir déjà atteint son objectif de relance durable de l'activité économique. Elle s'appretait à normaliser à son tour sa politique monétaire, mais elle doit désormais rester attentive et active pour éviter tout dérapage conjoncturel. Les gouvernements aussi ont observé les effets secondaires d'une crise économique sur l'emploi, la confiance, le crédit, le secteur bancaire et la politique au cours des dix dernières années. Il a été difficile d'imaginer les solutions à la dernière crise et si compliqué de les mettre en œuvre qu'il est devenu presque inenvisageable pour les gouvernements en place de risquer une nouvelle crise. Une nouvelle récession aurait des conséquences politiques et économiques qu'aucune banque centrale ne sous-estimerait. Dès lors, nous pensons que la BCE fera également tout ce qui est en son pouvoir pour l'éviter. La normalisation de la politique monétaire prévue en 2019 est déjà remise en question, les taux devraient donc rester bas plus longtemps que prévu et rester inférieurs au taux de croissance. Même les gouvernements seront tentés d'adopter des politiques budgétaires expansionnistes en cas de ralentissement. Pour autant, la chute des rendements des dernières semaines nous semble excessive dans le contexte macro-économique actuel.

Poursuite de la chute des rendements en euro

Le retour en force des tensions entre la Chine et les Etats-Unis en mai a une nouvelle fois précipité les rendements obligataires à la baisse. La chute des taux gouvernementaux à dix ans en euros avait déjà fait disparaître le rendement positif à la fin du mois de mars dans un environnement qui était alors déjà jugé comme compliqué pour l'économie européenne. La baisse des rendements de 0% à -0.26% en mai traduit ainsi un retour de l'anxiété des investisseurs plus fort qu'en 2016, lorsque le point bas des taux longs avait atteint -0.2%.

L'inflation a effectivement glissé de son plus haut de +2.2% en octobre 2018 à seulement +1.2% en mai. Comparativement à la situation qui prévalait en 2016 lorsque les taux étaient au plus bas, l'inflation en zone euro était négative (-0.3%) et les craintes de déflation semblaient plus présentes qu'aujourd'hui. Le rendement réel est donc très nettement négatif et atteint -1.26%, pour comparaison il était de -0.1% en 2016. En excluant les composantes alimentation et énergie, l'indice CPI core est de +0.8% en mai.

Taux d'intérêt - inflation



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'incertitude en zone euro a poussé les rendements à des niveaux extrêmes, même en considérant une absence de risque de modification des taux directeurs de la BCE.

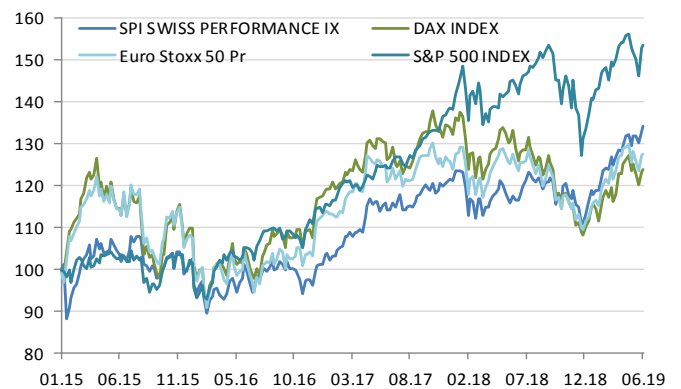
Le contexte macro-économique ne permet pas à la BCE d'adopter un message positif, mais elle ne peut pas non plus tenir de discours pessimiste au risque de devoir clairement annoncer une baisse rapide de ses taux directeurs. Dans cet environnement les marchés financiers poussent les taux longs toujours plus bas et compriment la prime de risque sur les diverses échéances de la courbe des taux. Le différentiel de rendement entre les deux ans et les obligations à dix ans du Bund allemand s'est contracté et ne représente plus que 40 points de base. On assiste ainsi à un aplatissement de la courbe des taux en euro tout à fait exceptionnel avec des rendements absolus et réels négatifs sur toutes les échéances.

Prime de risque élevée pour les actions européennes

L'évolution des actions européennes depuis le début de l'année s'est avérée moins impressionnante que celles du marché américain ou des actions suisses. La hausse d'environ +11.9% est respectable, mais se situe en-dessous de celles du S&P500 (+16.8%) et du SPI (+16.7%). La corrélation du marché européen est

pourtant restée élevée, mais la prime de risque de près de 25% calculée sur les niveaux de valorisation relatifs n'a pas réellement et significativement bougé malgré les mouvements importants observés tant à la hausse qu'à la baisse sur les divers indices. 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, mais ce phénomène ne s'est pas matérialisé. Le PE global du marché européen (13.6x) reste toujours très inférieur à celui du marché américain (17.3x). L'écart de valorisation se maintient à environ 27%, ce qui constitue une prime de risque relativement importante qui ne semble pas s'ajuster 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. Cet écart de valorisation est peut-être pour l'instant explicable par la perception d'une plus forte sensibilité des valeurs européennes à des choc externes tels que le ralentissement en Chine ou dans les pays émergents. Les investisseurs sont donc peut-être plus convaincus pour l'instant par la capacité des sociétés américaines à faire face à de tels chocs que les valeurs européennes. Une meilleure conjoncture devrait être par conséquent la clé d'une surperformance des actions européennes.

Actions européennes



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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 Sigismond Thalberg 2
1201 Genève - Suisse
T: +4122 5959 611 - F: +4122 5959 612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch