



Zone euro en légère reprise malgré la faiblesse en Allemagne

Hausse de +0.2% du PIB au T3. L'Allemagne résiste au seuil de la récession. Statu quo de la BCE. Changement de perspectives pour les taux longs. Valorisations en faveur de l'Europe.

Points-clés

- Un 3^{ème} trimestre un peu meilleur qu'attendu en zone euro
- Consommation, dépenses publiques et exportations soutiennent la croissance au T3
- Les indicateurs avancés laissent planer le doute
- La confiance des consommateurs ne profite pas de la baisse des tensions commerciales
- L'Allemagne résiste à la chute de son secteur industriel
- Pas de nouvelles baisses de taux de la BCE
- Reprise possible de l'euro
- Rendements réels un peu moins négatifs mais toujours favorables à l'investissement
- Nette remontée des taux longs
- Les actions européennes restent plus attractives que les valeurs américaines

Un 3^{ème} trimestre un peu meilleur qu'attendu en zone euro

L'économie de la zone euro est peut-être en train de sortir timidement au 3^{ème} trimestre d'une période de faiblesse qui dure depuis plusieurs trimestres. Les statistiques récemment publiées pointent en effet sur une croissance du PIB de la zone euro en hausse de +0.2% au 3^{ème} trimestre et de +1.2% sur un an. L'activité économique semble ainsi légèrement meilleure qu'estimée par les analystes qui n'attendaient qu'une croissance limitée à +1.1%. C'est avant tout le fait que cette reprise soit manifestement visible dans la plupart des secteurs de l'économie qui constitue un facteur relativement encourageant pour les perspectives 2020.

Néanmoins, la quasi-stagnation du PIB en Allemagne (+0.1%), après une révision à -0.2% de sa croissance au 2^{ème} trimestre, continue de tirer la croissance de la zone euro vers le bas sans de réelles indications de renversement prochain de tendance. Au 3^{ème} trimestre seules l'Allemagne, l'Italie et l'Autriche ont enregistré des croissances (+0.1%) inférieures à la moyenne (+0.2%), alors que tous les autres pays de la zone euro et de l'UE réalisaient des performances supérieures à +0.2%. Les plus forts taux de croissance trimestriels ont été enregistrés en Pologne (+1.3%), Hongrie (+1.1%) et en Estonie (+1%).

L'Allemagne écarte une nouvelle fois cette année le spectre de la récession technique, mais subit encore le ralentissement général du secteur manufacturier mondial. Les commandes industrielles ont chuté de -0.4% en octobre et de -5.5% sur un an. Le complexe industriel allemand est toujours très durement touché par l'incertitude sur les questions commerciales et les risques de récession y sont donc logiquement beaucoup toujours réels. L'incertitude concernant l'évolution du commerce mondial a pourtant diminué depuis plusieurs mois ce qui devrait améliorer le sentiment, l'investissement et la consommation au cours des prochains mois. Le rythme de croissance trimestrielle du PIB de la zone euro s'est donc stabilisé.

Consommation, dépenses publiques et exportations soutiennent la croissance au T3

La consommation privée (+0.5%), les exportations (+0.4%), les dépenses publiques (+0.4%) et les investissements (+0.3%) ont tiré la croissance européenne. Dans un environnement pourtant toujours incertain, ces résultats contrastent positivement avec les difficultés toujours rencontrées par le secteur manufacturier.

Ces facteurs positifs semblent plus résilients et soutiennent un optimisme raisonnable sur la capacité de l'économie européenne à éviter un ralentissement plus marqué au cours des prochains mois. L'économie européenne devrait croître nettement plus lentement en 2019 (+1.1%) qu'en 2018 (+1.9%), alors que les risques de récession sont évalués à moins de 20% pour 2020.

Les indicateurs avancés laissent planer le doute

La très grande majorité des indicateurs avancés PMI composite nationaux restent encourageants et assez largement au-dessus du seuil de croissance de 50. Le PMI composite de la zone euro a légèrement rebondi en novembre et remonte de 50.3 à 50.6. L'amélioration de l'indicateur global est due à une hausse du sentiment aussi bien dans le secteur manufacturier que dans les services. Le PMI manufacturier, malgré une hausse de 0.3 point à 46.9, reste toutefois loin de son seuil théorique de croissance et constitue toujours une source d'inquiétude importante pour le secteur industriel européen. Le PMI des services profite de son côté d'un rebond de 0.4 point pour se situer à 51.9 en novembre. Si dans l'absolu cette valeur est synonyme de croissance, il faut souligner qu'elle reste l'une des plus basses depuis 2014.

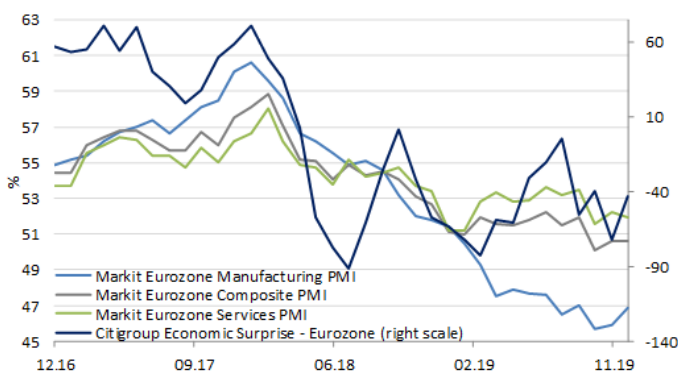
que modérément confirmées. L'indice PMI des services a subi une baisse au second semestre 2019 de 55.8 (juin) à 51.7 (novembre), mais celle-ci reste contenue au sein d'une bande de fluctuation historique positive soutenant des perspectives de croissance de ce segment. En ce qui concerne la construction, le rebond des trois derniers mois offre de nouvelles perspectives plus favorables avec la hausse de 46 à 52 points entre le mois d'août et le mois de novembre.

La production industrielle allemande poursuit cependant sa décente aux enfers en enregistrant en octobre une nouvelle contraction de -1.7% sur un mois et -5.3% sur un an. L'impact du ralentissement allemand sur la production industrielle de la zone euro est sérieux, mais dans l'ensemble la production industrielle européenne résiste et affiche une croissance encore légèrement positive de +0.1% en octobre.

La confiance des consommateurs ne profite pas de la baisse des tensions commerciales

Le marché de l'emploi s'est stabilisé et le taux de chômage des pays de la zone euro est resté inchangé à 7.5% 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.

Eurozone - Indicateurs avancés

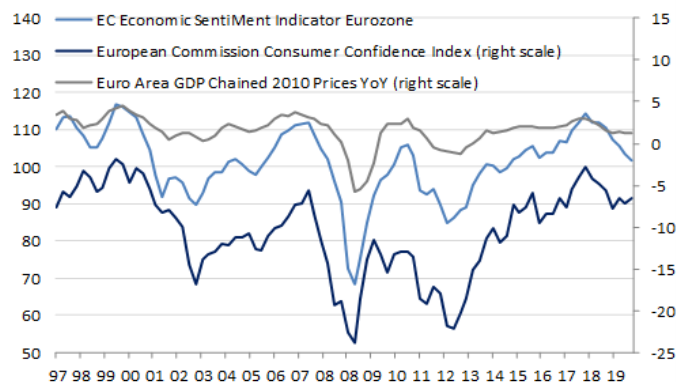


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'Allemagne résiste à la chute de son secteur industriel

L'indice manufacturier allemand a touché un plus bas en septembre à 41.7 avant de rebondir assez significativement en octobre et novembre (44.1). Le baromètre des directeurs d'achat dans l'industrie est ainsi tombé plus bas qu'au creux conjoncturel de l'été 2012. Malgré cette reprise, la confiance est encore loin d'annoncer une reprise de la production après deux ans de déclin. Pour l'heure les craintes d'une contamination aux autres secteurs de l'économie ne sont heureusement

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, s'est stabilisé mais ne parvient pas à suggérer une amélioration des perspectives.

L'indicateur de confiance des consommateurs sur les attentes économiques en Allemagne semble un peu plus dynamique et réalise sa plus forte progression mensuelle depuis neuf ans. L'indicateur témoignant du climat général de consommation pour décembre est cependant moins volatil et ne progresse que marginalement de 9.6 à 9.7 en novembre. C'est du côté des attentes en matière de cycle conjoncturel que le rebond semble le plus net avec une hausse de 15.5 points de l'indicateur.

Les indices de confiance pour l'Allemagne laissent ainsi entrevoir un net changement de tendance. La diminution des tensions commerciales et les baisses de taux observées aux Etats-Unis, ainsi peut-être que les développements politiques relatifs au Brexit, ont certainement influencé favorablement l'optimisme des ménages.

Pas de nouvelles baisses de taux de la BCE

Après sa dernière intervention du mois d'octobre limitée à une baisse de -0.1% de ses taux directeur, la Banque centrale européenne ne devrait pas procéder à de nouvelles baisses de taux au cours des prochains mois si les conditions économiques ne montrent pas de dégradation manifeste. Le consensus attendait pourtant il y a peu de temps encore une nouvelle baisse de taux en juin 2020, mais c'est désormais plutôt un statu quo jusqu'en 2022, avant une première hausse, qui semble être le scénario le plus partagé. Malgré les risques persistant d'un ralentissement en zone euro poussé par une situation économique délicate en Allemagne, la politique monétaire actuelle est jugée suffisante pour contrer ce risque. Les derniers chiffres d'inflation de novembre (-0.3%) ont cependant ravivé les risques de déflation.

La nouvelle présidente de la BCE Christine Lagarde tiendra sa première conférence de presse le 12 décembre, qui devrait naturellement s'inscrire dans la continuité. Elle abordera certainement plutôt le thème des orientations stratégiques à long terme et peut-être l'idée d'intégration de la question du changement climatique dans l'analyse globale de la BCE. Plus concrètement, les projections économiques attendues pourraient être un peu plus optimistes, sans pour autant s'éloigner des tendances déjà annoncées. En ce qui concerne le programme de rachat d'actifs et d'injection monétaire, les commentaires de Christine Lagarde détaillant l'action menée au cours du premier mois de relance seront des éléments importants.

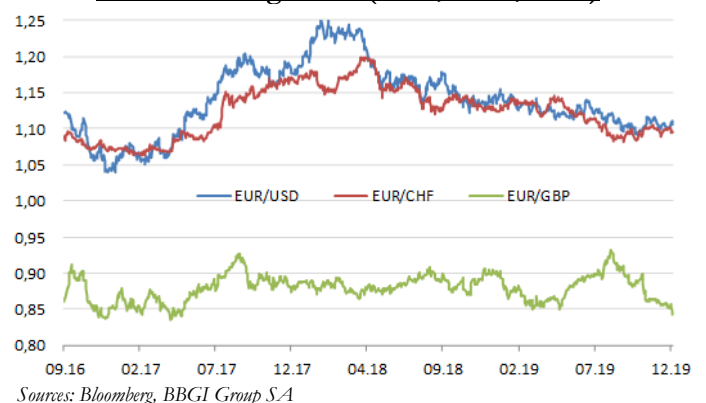
Reprise possible de l'euro

La dégradation des conditions économiques en zone euro essentiellement due à la situation spécifique du secteur manufacturier allemand n'avait pas provoqué de défiance massive des investisseurs envers l'euro au 1^{er} semestre. L'accroissement de l'incertitude générale en juillet et août avait ensuite provoqué une petite phase de faiblesse, qui s'est finalement stabilisée avec un taux de change euro/dollar au-dessus de 1.10. Le différentiel de rendement reste en faveur du dollar de manière assez nette tant à court terme que sur les plus longues échéances.

Cependant, il nous semble aujourd'hui que le niveau actuel de l'euro intègre l'essentiel des anticipations négatives concernant les risques pour l'économie allemande. Les mesures de soutien annoncées par la BCE devraient redonner des couleurs à l'euro à moins que les pressions commerciales de Donald Trump ne finissent pas cibler plus activement et plus durement l'Allemagne.

Une normalisation des perspectives de croissance pourrait cependant favoriser un retour des investisseurs sur la devise européenne aux niveaux actuels soutenant une remontée des taux euro/USD et euro/CHF à 1.14.

Taux de change euro (USD, CHF, GBP)



Rendements réels un peu moins négatifs mais toujours favorables à l'investissement

L'inflation est passée en territoire négatif en novembre avec une chute de -0.3% sur le mois. Sur un an, l'indice CPI rebondi de +0.7% à +1.0%, tandis que l'inflation hors alimentation et énergie est à peine de +1.3%. Du côté des prix à la production, les données d'octobre sont à peine positives sur un mois (+0.1%), mais la chute du PPI atteint désormais -1.9% sur douze mois. Les indices de prix à la production ont décéléré nettement depuis leur pic de hausse (+4.9%) en octobre 2018 et sont en zone rouge maintenant depuis août 2019.

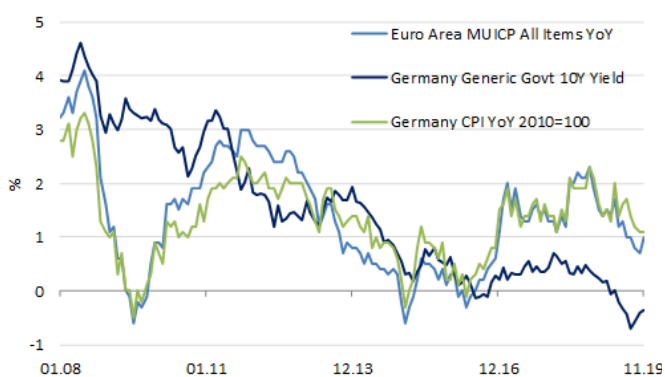
Avec la baisse de l'inflation et une reprise d'environ 40 points de base des taux longs au cours du dernier trimestre, les rendements réels ont en fait progressé sensiblement en zone euro. Le rendement réel calculé sur les échéances longues est passé de -1.3% à la fin août à -0.6% aujourd'hui.

Cette correction des rendements réels en euro ne devrait pas avoir une influence majeure sur le coût de financement des investissements, de la consommation à crédit ou du financement hypothécaire. Les rendements réels négatifs, même réduits, favoriseront encore en 2020 une relance de la demande et des investissements ces prochains trimestres.

Nette remontée des taux longs

On assiste depuis plus de trois mois à un changement partiel, mais assez significatif des anticipations des investisseurs en matière de perspectives conjoncturelles et de niveau relatif approprié des taux d'intérêt. Il y a quelques mois encore, la chute des taux en euros trouvait sa justification dans les risques réels de récession qui pouvaient toucher l'Allemagne. Au cours des derniers mois, l'abaissement relatif des incertitudes a permis une revalorisation progressive des rendements qui a pratiquement effacé l'exagération constatée en août. L'inversion de la courbe des taux en euro pendant l'été s'est donc à nouveau un peu normalisée pendant l'automne avec une hausse des taux à dix ans de -0.71% en août à -0.3% en novembre.

Taux d'intérêt - inflation



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le marché des capitaux en euro est en train de prendre en compte une baisse des risques de récession, mais n'est pas encore prêt à parier sur une véritable reprise conjoncturelle et une évolution plus positive de l'inflation qui seront sans doute indispensables à toute remontée des rendements en terrain positif.

Les actions européennes restent plus attrayantes que les valeurs américaines

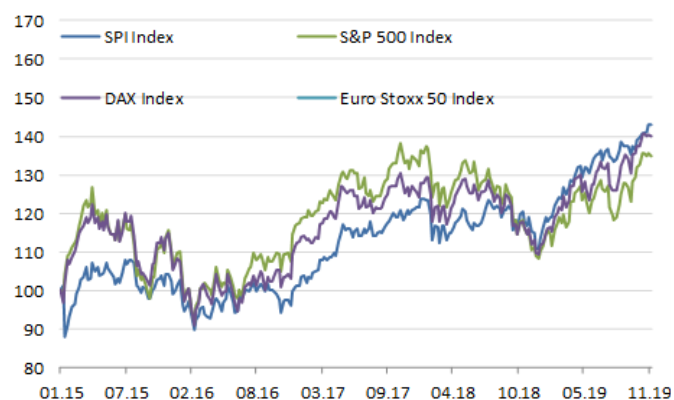
La performance des actions européennes (+19.5%) reste inférieure à celle du marché américain +26.7% depuis le début de l'année. Cependant, la surperformance des titres américains semble essentiellement liée aux rachats

d'actions des sociétés. Corrigée de cet effet, la performance des titres européens est en fait similaire. En fin d'année, la valorisation des actions européennes reste toujours attrayante. Avec une valorisation de 15.9x les profits attendus pour 2020, elles bénéficient d'un discount de près de -20% par rapport aux actions américaines dont le niveau de PE pour l'exercice 2020 est de 19.2x. Depuis le 15 août, date du renversement de tendance sur les marchés de taux et sur les marchés actions, les performances des deux marchés ont été presque identiques aussi bien en monnaies locales que dans l'une ou l'autre devise. La persistance de taux bas en zone euro devrait favoriser un retour d'intérêt des investisseurs pour les titres européens et une phase d'expansion des PE.

Au-delà du niveau plus attrayant de valorisation, les sociétés européennes offrent aussi un rendement très nettement supérieur à celui servi par les sociétés américaines. Le rendement de 3.3% est ainsi 80% plus élevé que celui offert par les valeurs du S&P500 en moyenne (1.85%). Cet écart de valorisation est peut-être pour l'instant explicable par la perception d'une plus forte sensibilité des valeurs européennes à des chocs 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 Sigismund Thalberg 2
1201 Genève - Suisse
T: +4122 5959 611 - F: +4122 5959 612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch