



Possible relance de la croissance européenne sans l'Allemagne ?

Hausse de +0.2% du PIB au T2. L'Allemagne pose problème. La BCE injectera 20Mrds/mois pendant deux ans. Rebond de l'euro. Rotation des actifs favorable aux actions européennes.

Points-clés

- Le recul du PIB allemand freine la dynamique économique en Europe
- La consommation et l'investissement restent sur une tendance de fonds positive
- Les indicateurs avancés ont peut-être déjà vu le pire et semblent enfin se redresser
- Secteur manufacturier allemand au plus bas
- Baisse de la production industrielle de -0.5% en avril
- Amélioration graduelle de la confiance
- Rebond possible de la devise européenne
- La BCE fermement engagée pour soutenir la croissance économique
- Rendements réels toujours attractifs malgré la baisse de l'inflation
- La récession est-elle intégrée dans le niveau des taux longs en euro ?
- Prochaine rotation des flux d'investissement en faveur des actions européennes

Le recul du PIB allemand freine la dynamique économique en Europe

Après une surprise positive au 1^{er} trimestre, la croissance du PIB de la zone euro est durement impactée par la croissance négative de l'Allemagne (-0.1%) au 2^{ème} trimestre. L'Allemagne a donc connu deux trimestres non consécutifs de décroissance modérée en raison des problèmes rencontrés par son secteur automobile et plus généralement dans le contexte de guerre commerciale et de sanctions possibles.

L'Allemagne évite de justesse la récession technique mais subit de plein fouet et durement le ralentissement général du secteur manufacturier mondial. L'économie allemande enregistre de tristes records ces derniers mois avec une production industrielle en chute de -5.2% sur un an (plus forte chute depuis 10 ans) et une diminution de -8% de ses exportations (plus forte baisse depuis 3 ans). Le complexe industriel allemand est logiquement très durement touché par l'incertitude sur les questions commerciales et les risques de récession y sont donc logiquement beaucoup plus réels et probables qu'aux Etats-Unis, notamment en l'absence d'un renversement net dans le conflit sino-américain.

Le rythme de croissance trimestrielle du PIB de la zone euro s'est donc affaibli de +0.4% à +0.2% au 2^{ème} trimestre, essentiellement en raison de la faiblesse conjoncturelle allemande. La croissance de l'emploi a suivi la même dynamique avec +0.2% de création de poste pendant la période (+0.4% au T1). Au sein de l'UE, les économies espagnole et hollandaise enregistrent de bonnes performances en augmentant toutes deux leur PIB de +0.5%, sensiblement mieux que les résultats obtenus en France (+0.3%) et en Belgique (+0.2%), alors que l'Italie stagne depuis plusieurs trimestres.

La consommation et l'investissement restent sur une tendance de fonds positive

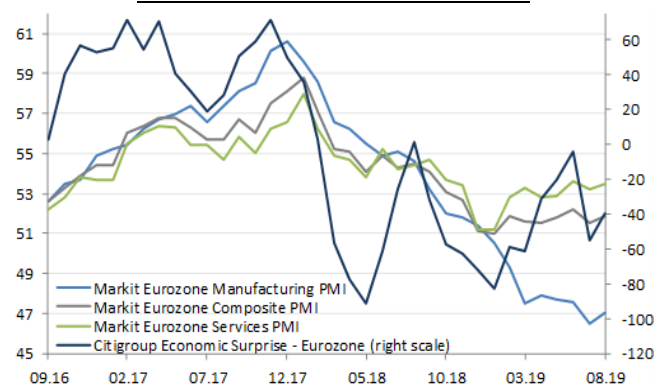
La consommation (+0.2%), les investissements (+0.5%) et les dépenses publiques (+0.3%) ont tiré la croissance européenne alors que le secteur manufacturier et les exportations faisaient face à une chute de la demande. La consommation privée, les dépenses gouvernementales et les investissements ont globalement contribué à la croissance du PIB à hauteur de +0.1% chacun. Ces fondamentaux

domestiques plutôt solides contrastent avec les difficultés 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 ont peut-être déjà vu le pire et semblent enfin se redresser

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 est en effet encore en légère progression en août à 51.9, soutenu par celui des services (53.5) en hausse depuis son point bas atteint en décembre 2018. La bonne tenue des services compense ainsi le résultat déjà connu du PMI manufacturier en souffrance (47.0), mais en stabilisation depuis le mois de mars déjà. Le PMI composite est donc logiquement meilleur depuis le début de l'année et confirme sa tendance positive enclenchée il y a huit mois.

Eurozone - Indicateurs avancés



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Secteur manufacturier allemand au plus bas

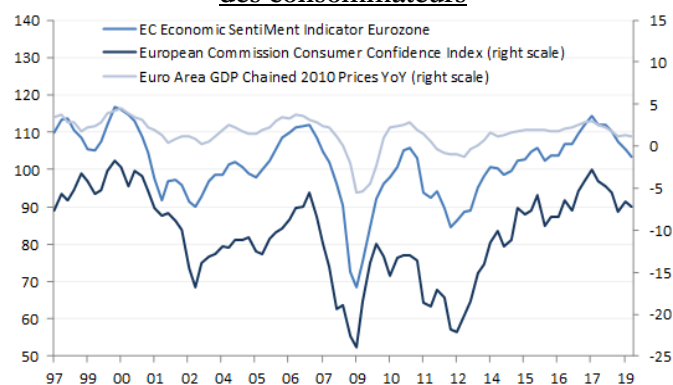
L'Allemagne est dès lors la principale ombre à ce tableau européen finalement pas si noir qu'il n'y paraît. Les indicateurs avancés manufacturiers n'ont cessé de baisser et se situent désormais à nouveau au plus bas des dix dernières années (43.5). Ils tirent l'indice composite à la baisse, alors que les services montrent encore une image tout à fait différente et plus optimiste grâce à un niveau de 54.8, en progression pour le mois d'août. La production industrielle de la zone euro a encore glissé de -0.4% en juillet, c'est pourtant mieux qu'en juin (-1.6%) et en glissement annuel, la contraction de -2%

est un peu meilleure que la mesure enregistrée en fin d'année 2018 qui faisait état d'une chute de -4% sur un an. C'est toujours la production industrielle allemande qui tire la performance globale à la baisse, mais il est à noter que le dernier chiffre publié (-0.6%) est un peu moins inquiétant.

Amélioration graduelle de la confiance

Le marché de l'emploi renforce encore sa dynamique positive en août grâce à de nouvelles créations d'emplois (+0.2%). Le taux de chômage pour les pays de la zone euro (7.5%) est retombé 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 PIB, confiance économique et confiance des consommateurs



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

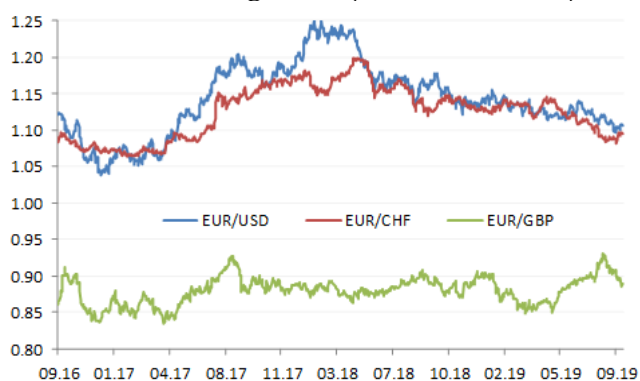
L'indicateur de la Commission européenne, mesurant le degré de confiance économique, s'est amélioré depuis le début de l'année et se stabilise depuis plusieurs mois après avoir enregistré un déclin régulier en 2018. Il est évidemment trop tôt pour parler d'un retour de l'optimisme à ce stade, mais la plupart des autres indicateurs de sentiment montre une image également plus encourageante. Les indicateurs de confiance pour l'Allemagne laissent aussi entrevoir un net changement de tendance plus positive suite aux dernières annonces de la BCE qui réaffirmaient l'engagement de la banque centrale pour maintenir une politique puissante en soutien à la croissance européenne.

Rebond possible de la devise européenne

La dégradation des conditions économiques en zone euro essentiellement due à la situation spécifique du secteur manufacturier allemand a finalement provoqué des effets relativement limités sur la valorisation de la devise européenne contre le dollar au cours du dernier trimestre. La chute des PMI manufacturiers allemands a en effet affaibli et poussé l'euro/dollar sur les niveaux bas de sa zone de fluctuation comprise entre 1.12 et 1.16 pendant

toute la période concernée par la dégradation des indicateurs avancés entre le mois de novembre 2018 et le mois de juillet 2019. Seul le retour des incertitudes dans les marchés financiers en août a provoqué un glissement temporairement du taux de change en dessous de 1.12. Le taux de change euro/CHF a de son côté décliné de 1.14 à 1.08, le franc suisse ayant profité de son caractère de valeur refuge jusqu'en août. Le niveau actuel de l'euro intègre selon nous 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 (USD, CHF, GBP)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La BCE fermement engagée pour soutenir la croissance économique

Le président de la BCE Mario Draghi s'apprête à quitter l'institution en annonçant un nouveau paquet de mesures visant à stimuler la croissance en Europe. Le Conseil des gouverneurs a annoncé une baisse de son taux de dépôt de 0.1% lors de sa dernière réunion, un geste attendu et finalement sans grande portée. Une nouvelle baisse pourrait intervenir avant la fin de l'année, mais si on en croit les derniers commentaires du Conseil des gouverneurs, la BCE devrait conserver ses taux inchangés jusqu'à ce que l'inflation s'approche de son objectif de 2% et que cela soit confirmé par une dynamique récurrente. Entre-temps, la BCE relance un programme d'achat d'obligations pour des montants de 20Mrds d'euros par mois aussi longtemps que nécessaire. Ce programme devrait même rester en place quelques temps après qu'une future politique de normalisation des taux directeurs sera implémentée. A ce jour, on estime que ce changement de politique n'interviendra pas au cours des vingt-quatre prochains

mois. Dès lors, le programme de rachat d'actifs et d'injection monétaire pourrait atteindre 500Mrds d'euros. L'évolution de l'inflation étant également un facteur prépondérant, elle pourra modifier le cours de ces prévisions si elle s'avère toujours anémique.

La BCE a également annoncé un nouveau système permettant de ne plus pénaliser les réserves excédentaires des banques en déterminant un multiple calculé sur les réserves minimales requises. Fixé aujourd'hui à six, ce multiple va exonérer près de 800Mrds d'euros d'un taux négatif. La BCE a aussi réduit ses perspectives pour l'inflation de 1.3% à 1.2% pour 2019. Les prévisions pour le PIB 2019 ont aussi été diminuées de 1.2% à 1.1%.

Rendements réels toujours attrayants malgré la baisse de l'inflation

L'inflation s'est récemment éloignée un peu plus de l'objectif de la banque centrale européenne selon toutes les mesures suivies. Le CPI hors alimentation et énergie pour la zone euro est tombé à 0.9% soit un peu en dessous de la moyenne des trois dernières années, tandis que l'indice global a chuté de 2.3% en octobre 2018 à 1% en août et au plus bas depuis janvier 2017. Du côté des prix à la production, la chute du PPI à 0.2% est encore plus nette et n'apporte pas plus de réconfort à la BCE.

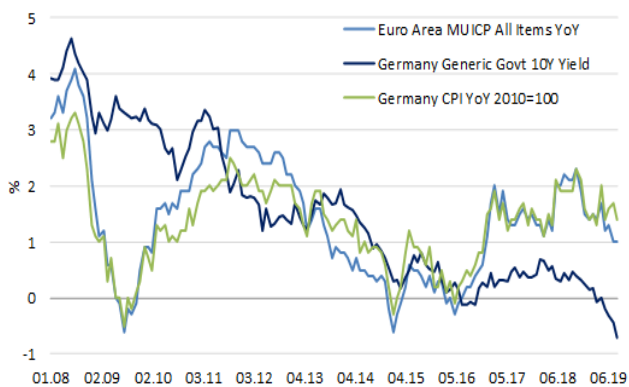
Les développements récents sur les marchés des capitaux ont donc encore légèrement réduit le rendement réel mesuré sur les échéances à douze mois qui a désormais atteint -1.3% à la fin août, très nettement en dessous du rendement réel de -0.1% en 2016. Avec la chute des taux à dix ans à -0.7% à la fin août et une inflation de 0.9%, les rendements réels pourraient donc être encore plus bas et proches de -1.6%. La chute des rendements réels en euro est par ailleurs un facteur particulièrement positif pour l'évolution future de la croissance européenne. Le coût de financement des investissements, de la consommation à crédit ou du financement hypothécaire est ainsi très nettement négatif et devrait favoriser plus largement une relance de la demande ces prochains trimestres.

La récession est-elle intégrée dans le niveau des taux longs en euro ?

L'inquiétude s'est accrue en août dans les marchés des capitaux qui ont tous été assez largement affectés par les mêmes anticipations probablement infondées concernant l'évolution prochaine de l'économie mondiale. Les mois se sont ainsi succédés depuis septembre 2018 sans que les anticipations de récession n'aient été calmées par des statistiques conjoncturelles régulièrement plus solides, aux Etats-Unis en particulier, ou par des actions de politiques

monétaires préventives censées rassurer les marchés. Les taux d'intérêt à long terme ont avant tout chuté aux Etats-Unis, entraînant dans leur sillage la plupart des marchés de taux et notamment les taux à dix ans européens. Dans ce cas spécifique, la chute des taux en euro est certes plus justifiée en raison des risques réels de récession en Allemagne. Dans cet environnement, on assiste 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 inférieures à 25 ans.

Taux d'intérêt - inflation



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le marché des capitaux en euro a donc déjà pris en compte les risques de récession allemande et s'est aussi positionné pour bénéficier des futurs achats de dettes européennes annoncés par la BCE.

Prochaine rotation des flux d'investissement en faveur des actions européennes

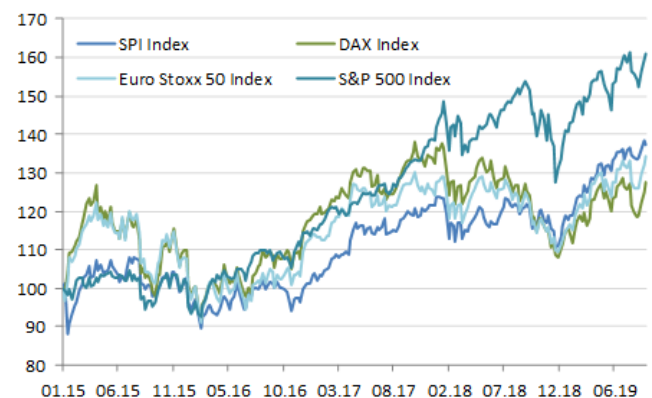
Les investisseurs domestiques et étrangers semblent toujours plus enclins à privilégier la dette en euro que les actions européennes. Cela explique en partie la poursuite de la baisse des taux en euro et le niveau de valorisation toujours attrayant des actions européennes. En ce début de trimestre, leur valorisation (PE 14.6x) relative reste en effet séduisante vis-à-vis des valeurs américaines (PE 18.2x) grâce à un « discount » d'environ 25%.

La phase de revalorisation attendue n'est donc pas encore intervenue, alors que désormais, en raison de la politique annoncée de la BCE, la persistance de taux bas devrait être perçue comme un facteur durablement positif pour les actions européennes.

En termes de rendement, les sociétés européennes offrent un « dividend yield » de 3.5% nettement supérieur au rendement de 1.9% pour le S&P500. Pourtant, depuis le début de l'année, la performance de l'Euro Stoxx 50 (+18%) est encore très similaire à celle du marché américain (+19.9%) en monnaies locales.

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 S.A

Avec le renforcement d'une politique monétaire expansionniste durable, les perspectives de croissance devraient s'améliorer et s'affirmer suffisamment pour provoquer une rotation toujours attendue des obligations vers les actions. Une telle rotation devrait alors logiquement soutenir une surperformance des actions de la zone euro.

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