

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé &amp; CIO



## L'INFLATION EUROPÉENNE MENACE LA CROISSANCE ET LES RÉSULTATS DES ENTREPRISES

Croissance encore décevante au 1er semestre. L'inflation dépassera +7% dans la zone euro. Risque d'affaiblissement de la consommation. Tensions sur les taux. Valorisations relatives des actions menacées par l'absence de visibilité.

### Points clés



- La croissance du PIB européen risque encore de décevoir au 2ème trimestre
- L'euro pourrait profiter d'un regain de momentum sur l'évolution des taux en Europe
- Indicateurs avancés relativement résilients en mars
- La confiance des ménages s'effondre face à la crise géopolitique en Europe
- L'inflation dépassera +7% en zone euro au T2
- La stratégie de la BCE sera finalement adéquate pour les mauvaises raisons
- Tensions généralisées durables sur les taux européens
- La prime de risque des actions européennes pourrait être insuffisante face à une visibilité réduite des résultats

### La croissance du PIB européen risque encore de décevoir

Le PIB de la zone euro n'a finalement progressé que de +0.3% au 4ème trimestre 2021, sensiblement en-dessous des prévisions des économistes. Sur un an, la progression est tout de même de +4.6%, en-deçà des prévisions moyennes.

La consommation des ménages a marqué une pause en déclinant de -0.6% pour n'enregistrer qu'une avancée de +5.4% sur un an. Les dépenses gouvernementales sont venues logiquement soutenir la demande par une progression de +0.5% sur le trimestre et de +2.5% sur un an. La fin d'année a été propice aux investissements qui réalisaient l'essentiel de leur progression sur un an (+4%) au cours des trois derniers mois (+3.5%). La contribution du commerce extérieur a été affectée par une hausse des exportations (+2.9%) inférieure à celle des importations (+4.6%).

L'apparition du variant Omicron en novembre a donc effectivement pesé sur la relance économique en cours alors que de nombreux pays remettaient en place des mesures sanitaires. Bien que la 4ème vague de Covid ait été moins sévère, elle a tout de même freiné la relance en cours.

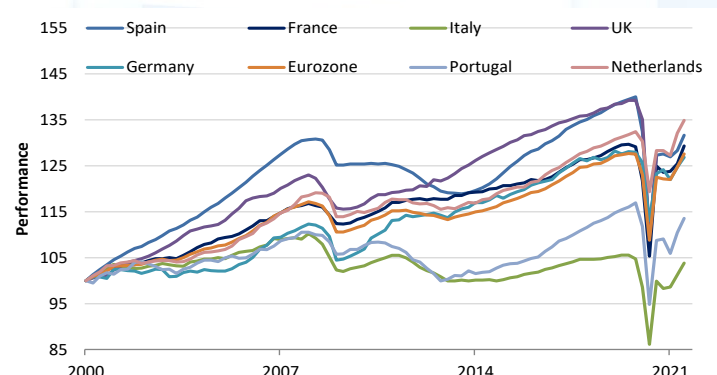
Le 1er trimestre 2022 n'a pas de raisons de s'inscrire dans une meilleure tendance aux vues de l'évolution de la situation géopolitique et des très fortes tensions inflationnistes qui se sont exprimées en début d'année et qui se sont ensuite accrues avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie et l'explosion des cours des matières premières.

On estime désormais que la croissance du PIB pour le trimestre qui s'achève, attendue à près de +0.6% avant cette crise, devrait être révisée et abaissée à +0.2%-0.3%.

L'explosion des coûts de l'énergie et la hausse possible de l'inflation au-dessus de +6% en fin de trimestre auront nécessairement eu des répercussions sur la capacité des ménages à consommer et sur la demande finale.

Une poursuite de la tendance actuelle des prix au cours du 2ème trimestre pourrait avoir des conséquences encore difficiles à prévoir sur la confiance des ménages et sur le niveau de leur consommation au 2ème trimestre. La chute immédiate du pouvoir d'achat ne sera pas compensée par d'éventuelles hausses futures des salaires. Les attentes pour le 2ème trimestre devraient donc rester prudentes dans un tel environnement. Une progression de +0.5% nous semble plus raisonnable, mais la prévision de la BCE pour l'ensemble de l'année 2022 de +3.7% devient dès lors très incertaine et de facto très dépendante de la performance du deuxième semestre 2022.

Croissance trimestrielle du PIB—Europe



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

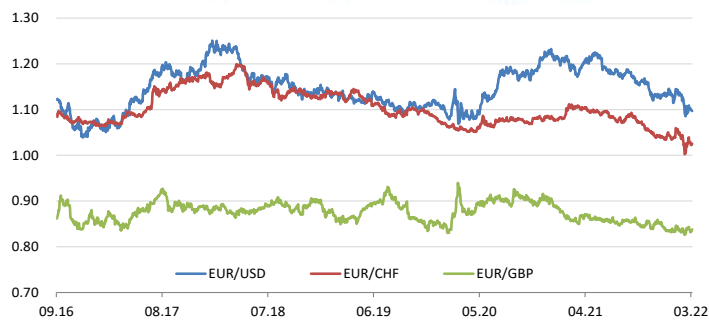
## L'euro pourrait profiter d'un regain de momentum sur l'évolution des taux en Europe

Au cours des trois derniers mois le différentiel de taux gouvernementaux entre les obligations du Trésor US et le Bund allemand s'est nettement creusé d'environ 100 pdb (points de base) en faveur du dollar sur les échéances courtes (2 ans) tandis qu'il restait relativement inchangé à 170 pdb sur les échéances longues (taux à 10 ans). Le dollar a profité de l'accroissement d'un différentiel de rendement substantiel d'environ 100 pdb.

De son côté, le taux de change euro/franc ne peut pas s'appuyer sur un différentiel significatif pour l'instant sur l'ensemble de la courbe des taux à l'exception de la part très courte. Les taux suisses et allemands à 2 ans (-0.05% et 0.017%) et à 10 ans (0.67% et 0.72%) sont en effet similaires, le différentiel à la fin mars se situant à environ 5 points de base. La tendance à court terme est toutefois plus forte sur les taux européens qui se tendent plus rapidement que les taux suisses.

Vis-à-vis du franc comme du dollar, l'euro pourrait désormais profiter d'un changement de perception sur l'évolution prochaine des différentiels de taux d'intérêt désormais probablement plus enclins à s'ajuster à l'évolution plus rapide et plus dramatique de l'inflation.

Taux de change euro (USD, CHF, GBP)



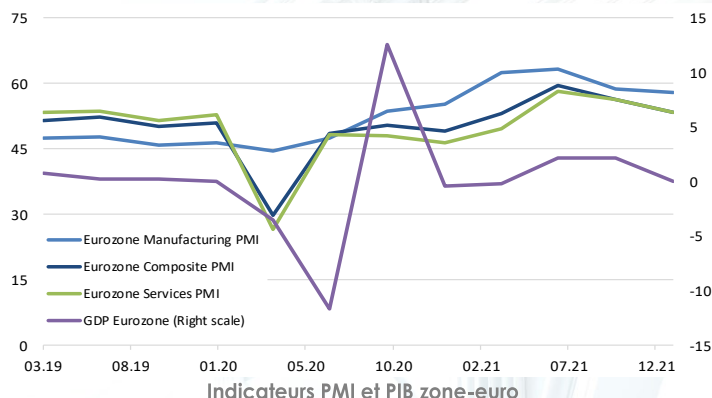
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'euro pourrait ainsi retrouver les faveurs d'investisseurs tentés par un repositionnement sur l'une des principales devises internationales après un affaiblissement observé contre diverses devises au cours des derniers mois et par des rendements absolus et relatifs plus croissants et dès lors plus attrayants.

L'euro pourrait ainsi s'apprécier d'environ +5% aussi bien contre le dollar que contre le franc suisse.

## Indicateurs avancés relativement résilients en mars

Les indicateurs avancés PMI semblent avoir un peu mieux résistés en mars qu'attendu. La hausse des matières premières et des prix de l'énergie inquiète, mais ne renverse pas les tendances toujours positives. Le PMI composite recule de 55.5 en février à 54.5 en mars. Le PMI manufacturier a plus nettement glissé de 58.2 à 57, tandis que l'indicateur des services s'effritait de 55.5 à 54.8. Globalement, les indices PMI restent suffisamment solides pour soutenir la prévision d'une dynamique économique en ralentissement modéré. L'Allemagne enregistre un déclin du PMI global de 55.6 à 54.6 et semble avoir été logiquement plus touchée que la France en raison d'une plus forte dépendance au gaz russe, qui voit son PMI composite légèrement progresser de 55.5 à 56.2.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les indicateurs PMI semblent ainsi étonnamment résilients face à l'accroissement des défis soulevés par la nouvelle situation macroéconomique en Europe.

## La confiance des ménages s'effondre face à la crise géopolitique en Europe

La confiance des ménages (-18.7) s'est effondrée à un niveau proche de celui de mars 2020 lors de l'éclatement de la pandémie en Europe. L'invasion de l'Ukraine par la Russie réveille les inquiétudes des populations européennes qui observent l'apparition d'un conflit armé majeur à la porte de l'Europe aux conséquences indirectes imprévisibles. Les craintes d'une généralisation de ce conflit sont au premier plan des préoccupations des populations. Si une rationalisation des risques ne laisse qu'une faible probabilité de survenance à ces craintes, les effets inflationnistes directs et indirects sont au contraire déjà très concrets.

Les ménages sont logiquement inquiets de ces développements et voient déjà très pratiquement leur pouvoir d'achat réduit par la hausse massive des prix de l'énergie et des carburants.

La chute de la confiance des ménages suggère un risque très sévère de baisse de la consommation au 2ème trimestre pouvant dans certains pays européens comme l'Italie par exemple, provoquer une contraction de la croissance du PIB. Les négociations salariales seront donc aussi logiquement à l'ordre du jour au 2ème semestre 2022 et pourraient alors améliorer un peu le degré de confiance des ménages.

## L'inflation dépassera +7% en zone euro au 2ème trimestre

L'inflation globale en zone euro a encore bondi de +0.9% en février pour enregistrer une hausse de +5.8% sur un an. Cette avancée constitue sa plus forte progression historique depuis la création de l'euro. Plus de la moitié de cette progression des prix provient de la hausse dramatique des cours de l'énergie et de l'alimentation, car l'indice CPI de base excluant ces deux composantes enregistre une progression de +2.7%, très sensiblement inférieure. L'inflation de base a donc déjà largement dépassé en février l'objectif de la BCE de +2% sans que celle-ci ne constitue une source d'inquiétude pour l'institution européenne.

Au trimestre précédent, les tensions sur les cours du gaz avaient déjà largement contribué à l'évolution historique de l'inflation en zone euro.



Alors que les deux premiers mois de l'année 2022 étaient encore très marqués par des tendances de même nature, la guerre en Ukraine a accéléré la dynamique et très fortement perturbé le marché européen de l'énergie. L'Union européenne a réalisé brutalement l'ampleur de sa dépendance au gaz russe et le risque que celle-ci faisait peser sur sa capacité à assurer la pérennité de sa production d'énergie. Les conséquences de ce choc d'approvisionnement et de production d'énergie en Europe seront selon nous durables, même si une résolution prochaine du conflit entre la Russie et l'Ukraine devait intervenir. L'Europe devrait immédiatement s'engager dans une course à l'indépendance énergétique qui aura des effets importants sur les prix de l'énergie et sur la facture payée par les ménages (déjà en hausse de +35% en 2021), les entreprises et les collectivités publiques. L'augmentation des dépenses budgétaires et les investissements à consentir d'urgence dans les énergies alternatives favoriseront clairement ce secteur. Les coûts de production encore un peu plus élevés de l'éolien et du solaire renchériront aussi les prix de l'énergie dans un premier temps.

Les effets immédiats de cette crise ne sont pas encore complètement visibles dans les statistiques publiées et devraient commencer à se matérialiser dans les prochains mois. L'indice publié le 1er avril pour l'inflation de la zone euro en mars devrait déjà atteindre +7% et pourrait encore progresser d'ici juin pour toucher +8%. Les effets à plus long terme seront sans doute moins importants mais soutiendront plus durablement les prix de l'énergie. Par ailleurs, les mécanismes d'ajustement des prix et des salaires à l'inflation en zone euro sont plus directs et offrent moins de marge de manœuvre. Ce facteur pourrait favoriser un ajustement des salaires, mais il soutiendra aussi des alignements automatiques de prix et notamment des prix administrés.

### La stratégie de la BCE sera finalement adéquate pour les mauvaises raisons

La présidente de la BCE Christine Lagarde semble encore vouloir adopter une attitude relativement optimiste face aux développements économiques et à l'évolution de l'inflation dans les prochains mois. Elle écarte notamment assez nettement l'éventualité d'une stagflation en soulignant qu'aucun éléments ne permet à ce jour de craindre son apparition. Le PIB de la zone euro a retrouvé son niveau prépandémie, la croissance est enclenchée et le marché de l'emploi est fort. En observant les chiffres de l'emploi, la BCE considère en effet que la situation du marché du travail est particulièrement solide; le taux de chômage est redescendu à son plus bas niveau des dernières années en Europe. La BCE ne craint toujours pas l'accélération de l'inflation qu'elle juge encore liée à des facteurs temporaires liés à la crise sanitaire.

La BCE ne semble pas vouloir inquiéter les marchés en n'évoquant pas trop précisément les risques d'accélération de l'inflation et ses effets sur la demande. Elle sous-estime ainsi certainement les implications de cette tendance sur l'évolution immédiate du pouvoir d'achat des ménages et sur la capacité de ces derniers à maintenir leur consommation dans un tel contexte. En évoquant une hausse de taux directeur seulement en toute fin d'année, la BCE n'est pas en harmonie avec les inquiétudes des marchés financiers qui de leur côté anticipent plutôt déjà la nécessité de devoir procéder à quatre hausses de taux directeurs de 0.25% jugées indispensables dans l'environnement inflationniste qui prévaut au cours des douze prochains mois.

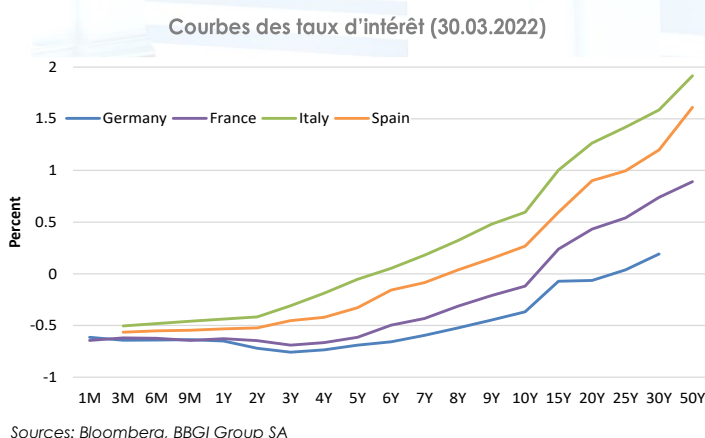
La BCE mettra comme prévu un terme à son programme d'achats d'urgence (PEPP) dans l'objectif de réduire la stimulation monétaire excessive en phase de reprise économique. Mais elle maintient pour les prochains mois son programme d'achats d'actifs (APP) qui sera renforcé à 40 milliards d'euros en avril, 30 en mai et 20 en juin. Compte tenu de l'évolution de l'inflation, elle pourrait devoir mettre un terme à ses injections de liquidités au 3ème trimestre.

Si la BCE ne s'inquiète pourtant pas vraiment de l'accélération récente de l'inflation en zone euro, elle ajuste cependant sa prévision pour 2022 à +5.1% et celle d'un fléchissement de l'inflation en 2023 (+2.1%) et un retour à un niveau proche de son objectif de 2% avant la fin 2023.

La stratégie de la BCE est peut-être trop orientée par des considérations politiques et par les décisions déjà prises par les autorités monétaires américaines et britanniques de remonter leurs taux directeurs. Toutefois, l'approche très progressive suivie par la BCE, qui semble aujourd'hui en retard sur la normalisation de sa politique monétaire, pourrait s'avérer finalement adaptée à l'évolution prochaine de la confiance des ménages et d'un éventuel ralentissement économique. En effet, il semble de plus en plus probable que la hausse des prix de l'énergie provoque une baisse du pouvoir d'achat et une diminution de la consommation des ménages au 2ème trimestre. Dès lors, l'attentisme relatif de la BCE vis-à-vis de la BoE ou de la Fed en phase d'accélération de l'inflation s'avérera peut-être adéquat lorsque le ralentissement conjoncturel inévitable se concrétisera dans les prochains mois.

### Tensions généralisées durables sur les taux européens

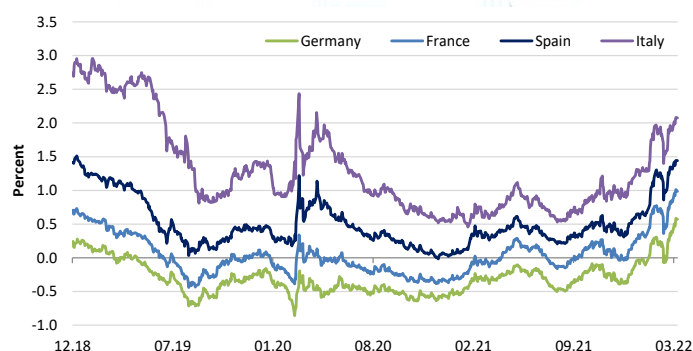
En début d'année 2022, nous annoncions déjà qu'un changement complet de paradigme allait intervenir dans les marchés obligataires internationaux avec la convergence de relance des cycles économiques régionaux et la fin programmée des injections de liquidités des banques centrales. Ce changement qui devait aussi concerner la zone euro s'est concrétisé et accéléré ces derniers mois avec la crise en Ukraine. Nos prévisions de hausse très sensible des taux à dix ans du Bund allemand vers un objectif de 0.6% pouvait alors apparaître comme ambitieux voir particulièrement pessimiste au regard du niveau qui prévalait alors de -0.2%. Une hausse de près de 100 points de base des rendements à long terme pouvait en effet surprendre dans le contexte d'injections persistante des liquidités que la BCE s'engageait à effectuer aux rythmes évoqués plus haut. Il n'aura finalement fallu que trois mois pour que notre prévision se réalise.



A la fin mars, les rendements à dix ans du Bund allemand ont effectivement déjà atteint le niveau de 0.63% sans que la tendance en place depuis trois mois ne faiblisse. Nos anticipations prenaient alors en considération une inflation inférieure à +5% qui devrait être révisée à la hausse dans le contexte actuel spécifique à l'Europe. L'inflation pourrait encore largement dépasser 6% à 7% et soutenir la tendance haussière actuelle des courbes de rendement. Les taux longs du Bund allemand ont commencé à prendre ce risque en considération au cours des dernières semaines. Ils ont désormais atteint le niveau de mars 2018, après une progression de plus de 1% depuis le 15 décembre 2021. Les obligations gouvernementales européennes à dix ans proposent désormais des rendements positifs pour tous les marchés comme le montre le graphique ci-dessus.

Nous évoquons également en début d'année que cette phase de réajustement des taux aurait aussi des conséquences majeures sur les primes de risques des autres marchés obligataires gouvernementaux et non-gouvernementaux. Depuis plusieurs semaines cette anticipation de reconstitution des primes s'est concrétisée à l'image notamment de la hausse des « spreads » entre le Bund allemand et les obligations d'Etat italiennes (+56 pdb), espagnoles (+26 pdb) ou françaises (+20 pdb). Nos perspectives pour le prochain trimestre sont encore négatives pour les marchés obligataires européens. Nous maintenons notre politique de prudence tant en matière d'exposition globale aux obligations européennes qu'en termes de maturité. Les durations courtes sont à privilégier.

Taux d'intérêt 10 ans pays européens



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

### La prime de risque des actions européennes pourrait être insuffisante face à une visibilité réduite des résultats

Les nouveaux challenges posés aux sociétés européennes en lien avec la crise géopolitique et les sanctions imposées à la Russie ne sont pas anodins pour beaucoup d'entreprises de la

cote. Les sanctions imposées et la pression de se retirer de Russie touchera plus nettement celles dont la proportion du chiffre d'affaire réalisé en Russie est importante. Plus généralement la hausse des coûts de production induite par la hausse des prix des matières premières et de l'énergie affectera aussi la plupart des sociétés qui devront estimer dans quelle mesure elles pourront passer ces coûts supplémentaires dans leurs prix de vente. Beaucoup devront faire face à un contexte défavorable marqué par une baisse significative du pouvoir d'achat des ménages. Une partie de ceux-ci ne sera pas en mesure de maintenir leur niveau de consommation en cas de hausse des prix de vente. Les prochaines semaines seront particulièrement intéressantes lorsque les entreprises dévoileront leurs résultats trimestriels et leurs anticipations pour les 2ème et 3ème trimestre. Cette situation est clairement une menace pour les marges bénéficiaires des entreprises qui pourraient devoir réviser sensiblement leurs perspectives. Dans un contexte international, les sociétés européennes sont plus touchées tout d'abord par leur dépendance plus directe aux prix de l'énergie en Europe, mais ensuite parce que les négociations salariales pourraient s'y avérer plus dures. D'un point de vue de valorisations relatives, les sociétés européennes offrent toujours une prime de risque d'environ 30% par rapport à celles de l'indice S&P500. Les actions européennes se traitent à environ 14x les profits de l'année 2022, soit un niveau nettement plus raisonnable que le multiple américain de 21x. Si les valeurs européennes mériteraient de ce point de vue d'être privilégiée dans une allocation régionale tactique, nous craignons désormais qu'elles ne souffrent d'une visibilité réduite défavorable favorisant le marché américain moins affecté par la géopolitique européenne. Malgré cette prime de risque, nous estimons que les valeurs européennes ne devraient pas être favorisées particulièrement lorsque les risques de ralentissement conjoncturel voir de décroissance sont renforcés.

Actions européennes



Sources: 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

Place de Longemalle 1  
1204 Genève - Suisse  
T: +41225959611  
reception@bbgi.ch  
www.bbgi.ch