ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO

ACCALMIE TEMPORAIRE SUR LES TAUX EUROPEENS

L'économie européenne évitera la récession au T3. Stabilisation prochaine de l'inflation à +8%. Consolidation temporaire des rendements. Appréciation modérée de l'euro. La prime de risque des actions européenne touche 35%.

Points clés

- La croissance de l'économie européenne contraste avec la récession américaine
- La croissance de +0.7% au T2 du PIB européen surprend malgré la faiblesse de l'Allemagne
- Indicateurs avancés de plus en plus incertains
- La confiance des ménages au plus bas historique
- Stabilisation de l'inflation proche de +8% au T3
- La BCE durcit tardivement le ton
- Une hausse de l'euro est-elle envisageable ?
- Accalmie temporaire sur les taux européens
- La prime de risque des actions européennes atteint 35%

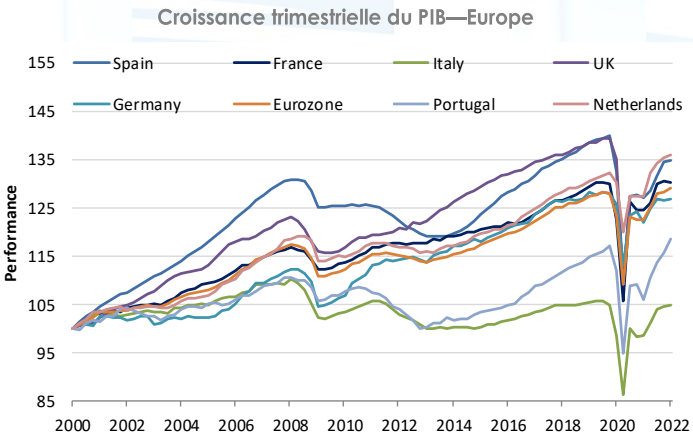
La croissance de l'économie européenne contraste avec la récession américaine

L'économie européenne avait déjà terminé le 1er trimestre sur une croissance de +0.5% sensiblement supérieure aux attentes, alors que la crise géopolitique développait pourtant déjà des premiers effets inflationnistes sur la deuxième partie du trimestre. La résilience de l'économie européenne en début d'année a en effet permis au PIB européen de progresser presque autant que nous l'escomptions avant l'invasion de l'Ukraine (+0.6%). L'Europe, pourtant logiquement plus directement touchée par la forte progression des incertitudes que les Etats-Unis et également fortement pénalisée par l'inflation, avait ainsi déjà nettement surpris les observateurs en enregistrant une croissance positive qui contrastait avec la chute de –1.4% du PIB américain.

Sans que les incertitudes n'aient vraiment diminué et dans un contexte particulièrement tendu sur le plan de l'approvisionnement de gaz et de pétrole et ses effets en matière d'inflation, l'économie européenne a une nouvelle fois surpassé l'économie américaine au 2ème trimestre. Alors que les Etats-Unis voyaient leur PIB chuter pour le deuxième trimestre consécutif de –0.9%, l'économie européenne enregistrait une hausse de +0.7% à la fin juin. L'économie européenne surprend par sa résistance au 1er semestre alors qu'elle fait face sur le plan domestique et international à des vents contraires. La demande intérieure est affectée par la baisse de la confiance des ménages et des entreprises, alors même que la demande externe faibli avec la récession américaine et la croissance anémique de la Chine. Le ralentissement économique européen reste pourtant largement perçu comme inévitables au cours du 2ème semestre.

La croissance de +0.7% au T2 du PIB européen surprend malgré la faiblesse de l'Allemagne

La croissance a en effet largement surpris en dépassant les estimations des économistes (+0.2%) alors que les menaces russes d'interruption des livraisons de gaz provoquaient déjà une inflation record (+8.9%) et une montée rapide des incertitudes. Sur un an, le PIB européen avance ainsi de +4% et surpasse aussi logiquement les anticipations d'une progression de +3.4%. L'Italie (+1%) et l'Espagne (+1.1%) ont enregistré des hausse supérieures de leurs produits intérieurs bruts respectifs grâce au retour des touristes après les précédents confinements. En France, la dynamique s'est avérée à nouveau positive (+0.5%) tandis que l'Allemagne s'essoufflait (0%) après un 1er trimestre particulièrement fort (+0.8%).



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

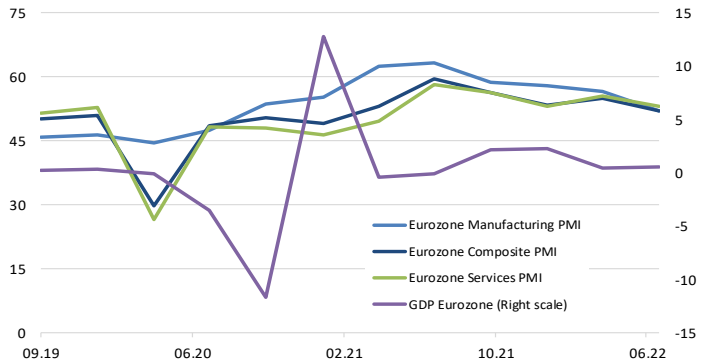
La réouverture des économies européennes et les soutiens fiscaux semblent compenser pour l'instant les effets de la crise de l'énergie, mais l'économie européenne n'a sans doute pas encore fait face à l'impact maximal de la réorganisation des sources d'énergies.

Les perspectives pour le deuxième semestre sont toujours très incertaines. Le trimestre en cours devrait encore permettre aux pays du sud de l'Europe de profiter d'un retour très prometteur des touristes. Mais la pression exercée sur le pouvoir d'achat des ménages par la hausse de l'inflation devrait rester suffisamment inquiétante pour affecter la consommation et l'investissement. L'Allemagne et son industrie restent particulièrement sensibles aux risques d'interruption des livraisons de gaz russe, alors que celles-ci ont déjà été sensiblement réduites. Les risques d'un ralentissement notable de l'économie européenne sont croissants, l'Allemagne étant peut-être déjà en croissance négative au 3ème trimestre. Le PIB européen devrait encore éviter une décroissance au 3ème trimestre malgré les difficultés rencontrées par l'économie allemande. Une progression soutenue par les pays du sud et la France devrait permettre d'enregistrer une faible progression de +0.3 à +0.5% au troisième trimestre.

Indicateurs avancés de plus en plus incertains

Les indicateurs avancés PMI manufacturier pour l'eurozone (49.8ont poursuivi leur déclin entamé en juillet 2021 et passent pour la première fois depuis juillet 2020 en dessous du seuil de croissance. La tendance est aussi morose dans le secteur des services, l'indice PMI glisse encore de 53 à 51.2 suggérant toujours des conditions à venir moins favorables. La hausse des prix de l'énergie inquiète et pèse sur les indicateurs.

Indicateurs PMI et PIB zone-euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le PMI composite recule lui logiquement à 49.9. Globalement, les indices PMI pointent vers un net risque de ralentissement conjoncturel au 2ème semestre. Les craintes de ralentissement en Allemagne sont confirmées par un indice manufacturier à 49.3 et par un indice des services à 49.7. L'indice de la construction plonge plus nettement en territoire négatif et chute à 43.7. L'indice PMI du secteur manufacturier en France glisse aussi à 49.5, mais le PMI des services en reprise à 53.2 devrait soutenir un développement positif de la croissance. Le net rebond de la production industrielle en juin en France (+1.4%) et la timide reprise en Allemagne (+0.4%) pourraient être de courte durée.

La confiance des ménages au plus bas historique

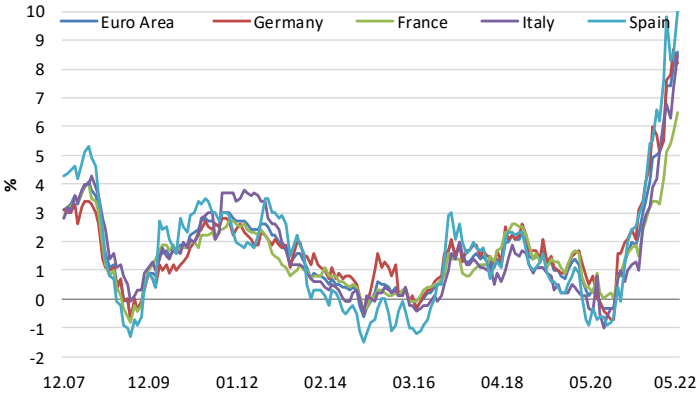
La confiance des ménages s'est encore un peu plus effondrée au cours du 2ème trimestre et se situe désormais à son plus bas niveau mesuré par la Commission européenne, en dessous de celui de mars 2020 lors de l'éclatement de la pandémie en Europe. Si dans un premier temps l'invasion de l'Ukraine réveillait les inquiétudes des populations européennes qui observent l'apparition d'un conflit armé majeur à la porte de l'Europe désormais cette crainte est passée au second plan. Ce sont plutôt les effets déjà très visibles sur les prix de l'énergie et plus globalement sur les indices de prix à la consommation qui inquiètent les ménages européens. Les ménages sont logiquement toujours plus inquiets de ces développements croissants qui ont vu l'inflation progresser de 7.5% en mars à +8.9% en juin sur un an. Le pouvoir d'achat est devenu une préoccupation centrale des consommateurs européens qui s'inquiètent aussi de l'évolution des prix pendant l'hiver prochain. Certains gouvernements européens tentent d'apporter des solutions temporaires en contrôlant la hausse des prix des carburants, mais ces aides gouvernementales apparaissent de plus en plus coûteuses et ne pourront être maintenues longtemps. Au-delà des consommateurs, ces inquiétudes sont partagées par les industriels, dont la confiance chute aussi de 7.4 à 3.5 en juillet, ainsi que dans le segment des services où celle-ci glisse de 14.8 à 10.7.

Cette baisse de la confiance influencera certainement la performance économique du 3ème trimestre comme elle affecte déjà la consommation. Le commerce de détail reculait de –1.2% en juin, enregistrant ainsi une baisse de –3.7% sur un an. La période estivale relativement calme sur le plan social pourrait bien s'enflammer à l'automne lorsque les négociations salariales deviendront à l'ordre du jour. Le taux de chômage en Europe a pourtant encore baissé à 6.6% à la fin juin dans ce contexte. Les tensions naissantes dans le marché du travail son logiquement accompagnées de hausses des salaires moyens dans certains pays et notamment en Allemagne qui ne devraient pas s'avérer suffisantes pour modifier la tendance baissière de la consommation des ménages

Stabilisation de l'inflation proche de +8% au T3

L'inflation globale en zone euro se stabilise en juillet (+0.1%) et enregistre une hausse de +8.9% 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 +4% sur un an, très sensiblement inférieure. L'inflation de base a donc déjà largement dépassé depuis plusieurs mois l'objectif de la BCE de +2%, qui commence à s'en inquiéter tout en hésitant à mettre en œuvre une politique agressive qui pourrait pousser l'économie européenne fragile dans une récession.

Eurostat CPI—all items (Eurozone YoY)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La BCE n'a en effet procédé pour l'instant qu'à une timide première hausse de 0.50% de ses taux directeurs, alors que la BoE remontait ses propres taux à cinq reprises déjà en 2022. Le récent déclin des cours des matières premières et des prix du pétrole en particulier pourrait permettre une diminution des pressions haussière sur l'inflation. Mais le secteur manufacturier, qui fait toujours face à des difficultés importantes d'approvisionnement, doit aussi prendre en considération d'autres facteurs comme la hausse des coûts du travail. Dans les services, l'inflation a tout de même progressé de +3.7% en juillet, soulignant l'étendue des secteurs concernés par la dynamique haussière des prix. Les effets de base devraient commencer à jouer en faveur d'une décélération prochaine de l'inflation que nous estimons devoir rester proche de +8% dans les prochains mois.

La BCE durci tardivement le ton

La BCE aura mis du temps à réaliser que les tensions inflationnistes qui existaient avant l'invasion russe de l'Ukraine seraient durablement exacerbées par la hausse des coûts de l'énergie. A la fin mars, la BCE ne craignait en effet toujours pas l'accélération de l'inflation, qu'elle jugeait encore liée à des facteurs temporaires liés à la crise sanitaire. Peut-être que les autorités monétaires comme politiques n'envisageaient pas non plus que la guerre en Ukraine ne dure et ne développe les effets visibles à ce jour pendant plusieurs trimestres.

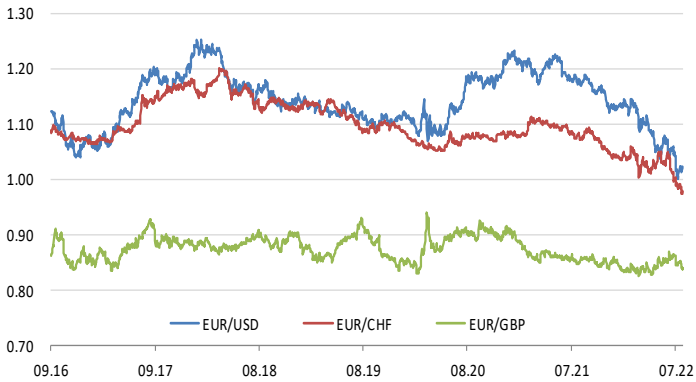
Dans cet environnement, la politique monétaire de la BCE n'a pas subi de modification significative avant le mois de juillet. Contrairement aux autorités britanniques et américaines qui ont rapidement décidé d'entreprendre un virage majeur de politique monétaire, la BCE avait choisi une autre approche. La BCE a donc finalement procédé à une hausse de 0.5% de ses taux directeurs et place son action désormais dans une séquence probable de plusieurs nouvelles hausses de 0.5% en septembre, suivies de hausses plus faibles de 0.25% dans les mois suivants (octobre, décembre, février et mars). Elle devrait certainement se stabiliser alors avec un taux directeur de 1.5%.

La BCE a par ailleurs modifié ses attentes et estime désormais que l'inflation devrait atteindre 6.8% en 2022. Elle s'attend donc à un déclin au cours des quatre prochains mois d'environ 2% de l'indice CPI de base. 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 de la confiance des ménages et d'un 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. 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'avèrera peut-être adéquat lorsque le ralentissement conjoncturel inévitable se concrétisera dans les prochains mois et que l'inflation induite par les prix de l'énergie et des matières premières enregistrera ses premiers signes de fléchissement.

Une hausse de l'euro est-elle envisageable ?

Depuis la mi-juin, le différentiel de taux gouvernementaux entre les obligations du Trésor US et le Bund allemand a nettement progressé d'environ 80 pdb (points de base) en faveur du dollar sur les échéances courtes (2 ans) et progressait de 40 points de base sur les échéances longues (taux à 10 ans). Le dollar a ainsi profité de l'accroissement d'un différentiel de rendement substantiel sur les diverses échéance de la courbe de taux qui a soutenu la dernière progression du taux de change d'environ +5% qui a porté à +19% l'appréciation du dollar contre la devise européenne depuis janvier 2021. De son côté, le taux de change euro/franc peut enfin s'appuyer sur un changement significatif du différentiel de rendement observé sur la partie longue de la courbe des taux qui s'est enclenché dès le mois de mai. Le différentiel de taux, encore très légèrement en faveur des obligations de la Confédération (+20 pdb) en février, s'est progressivement contracté à –45 pdb, offrant ainsi un écart significatif en faveur de l'euro. Sur la partie courte des rendements, le mouvement s'est avéré similaire, l'écart de taux suisses et allemands à 2 ans est passé de +20 pdb en février à –45 pdb aujourd'hui. Nonobstant les actions de la BCE et de la BNS, les courbes de rendements en euros progressent plus rapidement. 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 en Europe au cours des prochains mois qu'aux Etats-Unis et en Suisse. L'euro pourrait ainsi retrouver les faveurs d'investisseurs tentés par un repositionnement sur l'une des principales devises internationales de réserve après un affaiblissement notables des derniers trimestres. L'euro pourrait ainsi s'apprécier d'environ +5% aussi bien contre le dollar que contre le franc.

Taux de change euro (USD, CHF, GBP)

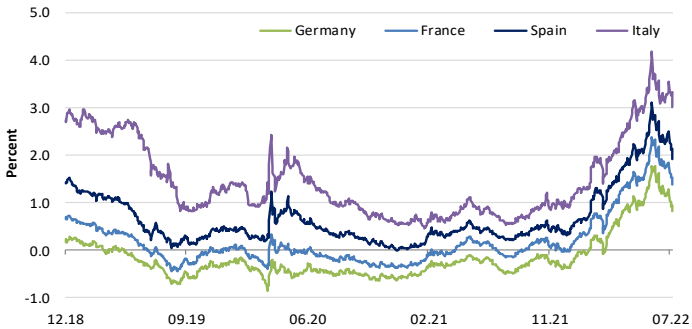


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Accalmie temporaire sur les taux européens

Nos anticipations de changement de tendance sur les marchés de capitaux en Europe se sont matérialisées durant les deux derniers trimestres. La progression attendue des rendements à dix ans du Bund allemand de hausse vers un objectif de 0.6% dans le contexte pré-invasion de l'Ukraine pouvait alors apparaître comme ambitieux, alors que la BCE n'avait pas encore envisagé de virage de politique monétaire.

Taux d'intérêt 10 ans pays européens



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

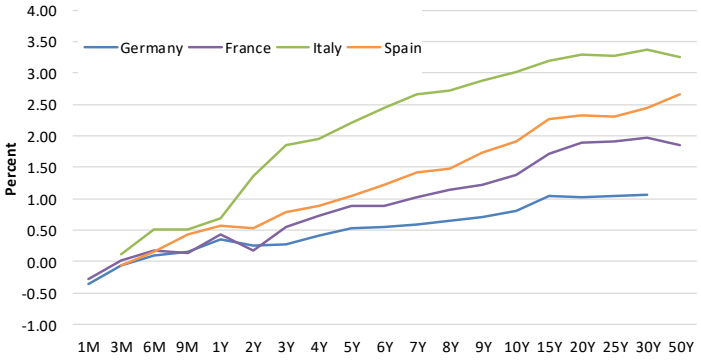
Dans le courant du mois de juin, les rendements européens ont aussi réagi au changement de perception des risques qui a suivi la publication le 10 juin de l'inflation américaine supérieure aux attentes. Les rendement à dix ans du Bund allemand s'étaient déjà ajustés à l'évolution des risques et des tensions inflationnistes en Europe en progressant de –0.17% au début janvier à 1% à la fin mai. En quelques jours seulement, les taux européens ont aussi bondi de 50 pdb qui poussaient les rendement du Bund à 1.92%. Le facteur « inflation » culminait alors en Europe également comme principal élément influençant les taux d'intérêt. Nous estimions au contraire après ce dernier mouvement de hausse que celle-ci était excessive et ne prenait pas en considération un autre facteur important. Les risques de ralentissement conjoncturel aux Etats-Unis s'avéraient en effet plus importants et l'Europe, confrontée à une crise de l'énergie sans précédent était loin d'être immunisée à ce risque. Par ailleurs nos anticipations concernant l'évolution des prix des matières premières et de l'énergie en particulier s'avéraient moins pessimistes à court terme et par conséquent favorables à un scénario de diminution des tensions inflationnistes durant l'été et de baisse significative des courbes de taux durant l'été. Le déclin attendu des rendements en Europe s'est depuis concrétisé.

Le scénario de récession est pour l'instant le facteur principal soutenant la baisse des rendements, toutefois, si l'inflation européenne peut effectivement aussi commencer à se stabiliser, les niveaux actuels de rendements réels restent très insatisfaisant. Une nouvelle poussée des taux devrait voir le jour ultérieurement lorsque les risques de récession seront estimés à leur juste valeur. Les taux à dix ans se sont détendus en dessous de 1%. Nos perspectives pour le prochain trimestre sont à nouveau 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.

La prime de risque des actions européennes atteint 35%

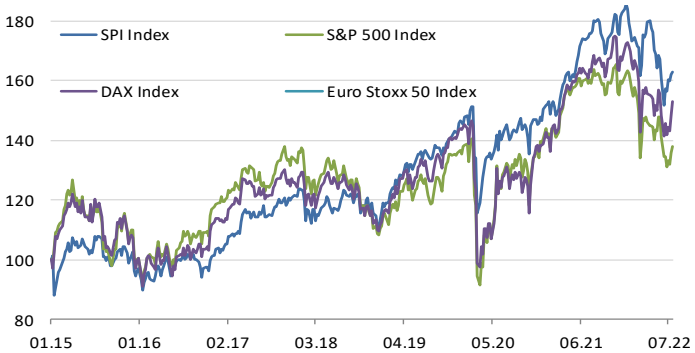
La crise énergétique en Europe pose des défis importants aux sociétés européennes dépendantes des prix de l'énergie et d'un approvisionnement régulier en gaz ou en électricité. Depuis l'émergence de la crise, tous les pays européens ne sont pas affectés de la même manière. L'Allemagne est clairement plus concernée que la France, le Portugal, ou l'Espagne par les risques d'interruption de la fourniture de gaz et les risques de pénuries ou par des éventuelles restrictions en matière d'utilisation de l'électricité. Le dernier trimestre n'a pas été particulièrement impacté par ce risque qui commence toutefois à se concrétiser avec les décisions récentes de la Russie de diminuer ses livraisons de gaz et de réduire les capacités de ses gazoducs. Du côté de l'offre, la persistance de difficultés d'approvisionnement de pièces, de matières premières et autres composants électronique continue de peser sur les capacités de production. Les marges dans l'industrie notamment devraient être sous pression. D'autant que du côté de la demande, la hausse des prix de l'énergie et de l'inflation globale (+8.9%), les perspectives ne sont pas positives. La perte correspondante de pouvoir d'achat des ménage est sensible et affecte la confiance comme la consommation. Dans un contexte international, les sociétés européennes sont plus touchées et devraient voir leurs profits pénalisés plus fortement. En termes de valorisations relatives, elles se traitent à environ 11x les profits de l'année 2023, soit un niveau nettement plus raisonnable (-35%) que le multiple américain de 17x. Elles mériteraient de ce point de vue d'être privilégiée, mais nous craignons qu'elles ne souffrent d'une visibilité réduite défavorable favorisant le marché américain moins affecté par la géopolitique européenne. Nous estimons que les valeurs européennes ne devraient pas être favorisées dans ce contexte.

Courbes des taux d'intérêt (10.08.2022)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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 utilisé 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