

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



PRIME DE RISQUE DE 45% POUR LES ACTIONS EUROPÉENNES

L'Europe évite encore la récession. Confiance au plus bas. L'inflation atteint +10%. La BCE suit une stratégie plus modérée. Courbes de rendement encore positives. Chute excessive de l'immobilier européen. Prime de risque actions de 45%.

Points clés



- L'Europe pourra-t-elle rééditer sa performance relative au T3 et éviter une nette décroissance de son PIB ?
- Perspectives tout de même incertaines pour le T4
- Indicateurs avancés encore très hésitants
- La confiance des ménages au plus bas historique
- Pas encore de répit durable pour l'inflation
- Baisse de la confiance des ménages et des entreprises
- Politique plus flexible et progressive de la BCE
- Courbes de rendements encore positives
- L'immobilier titrisé est dans la tourmente
- Prime de risque toujours élevée pour les actions européennes

L'Europe pourra-t-elle rééditer sa performance relative au T3 et éviter une nette décroissance de son PIB ?

La croissance économique positive du 2ème trimestre (+0.8%) avait largement surpris les économistes en dépassant très sensiblement leurs estimations de croissance plus modérées (+0.2%). C'était déjà le cas au 1er trimestre, qui avait surpris par sa résistance, notamment en regard de l'évolution déjà négative du PIB américain. L'économie européenne terminait alors 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 très nets. Le PIB européen progressait alors presque autant que nous l'escomptions avant l'invasion de l'Ukraine (+0.6%).

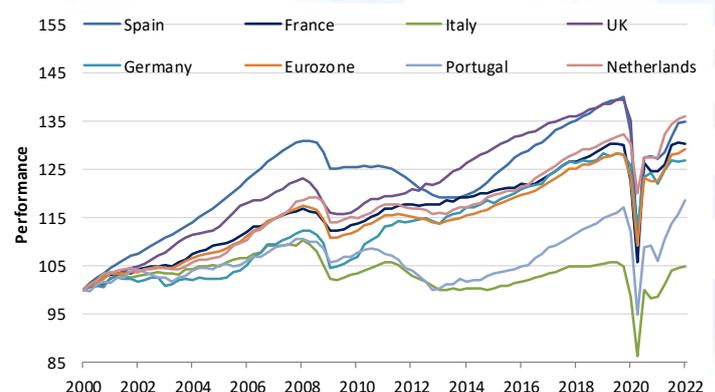
Sans que les incertitudes n'aient vraiment diminué et dans un contexte particulièrement tendu sur le plan de l'approvisionnement de gaz et de pétrole et ses effets en matière d'inflation, l'économie européenne avait donc une nouvelle fois surpassé l'économie américaine au 2ème trimestre. Alors que les 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 pourtant plus intenses. La demande intérieure est affectée par la baisse de la confiance des ménages et des entreprises, alors même que la demande externe faiblit avec la récession américaine et la croissance anémique de la Chine.

Le ralentissement économique européen reste pourtant largement perçu comme inévitable au cours du 2ème semestre. L'Allemagne, déjà en sursis à la fin juin avec un PIB de +0.1% pourrait succomber au 3ème trimestre aux diverses tensions et au fléchissement de nombreux indicateurs économiques, comme les ventes de détail (-1.3%), les commandes aux usines (-2.4%), la production industrielle (-0.8%) et une confiance des consommateurs en berne (-42.5). Le PIB français en hausse de +0.5% à la fin juin, pourrait toutefois résister un peu mieux aux pressions observées pendant l'été. Les baisses de la consommation des ménages en juillet (-0.8%) et de la production industrielle (-1.6%) ont été en partie suivies en août par de meilleures statistiques.

Globalement, le PIB de la zone euro pourrait toutefois encore surprendre par sa résilience et même progresser assez nettement de l'ordre de +1.5%, si les prévisions de hausse en France (+1%), en Allemagne (+0.7%) et en Espagne (+3.9%) se concrétisent.

Croissance trimestrielle du PIB—Europe



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le PIB européen devrait donc encore éviter une décroissance au 3ème trimestre malgré les difficultés rencontrées par l'économie allemande.

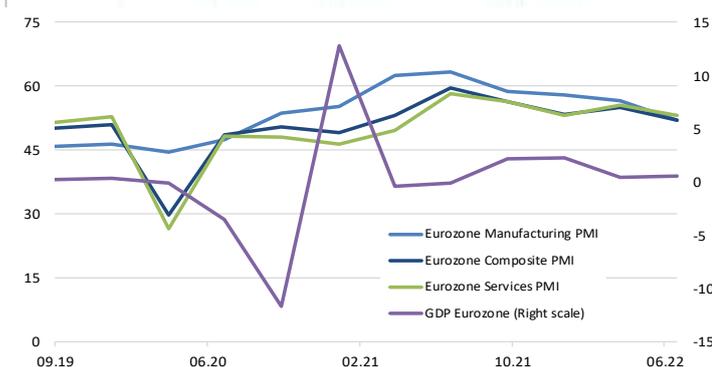
Perspectives tout de même incertaines pour le T4

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 4ème trimestre 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 en fin d'année. L'Allemagne et son industrie restent particulièrement sensibles aux difficultés d'approvisionnement de gaz et d'énergie au sens large. Les risques d'un ralentissement notable de l'économie européenne sont encore croissants en cette fin d'année. Ils devraient finalement se matérialiser au cours des prochains mois.

Indicateurs avancés encore très hésitants

Les indicateurs avancés PMI manufacturier pour la zone euro ont poursuivi leur déclin entamé en juillet 2021 et s'installent depuis peu en dessous du seuil de 50 en juillet et août (48.4) pour la première fois depuis juillet 2020. La tendance est aussi morose dans le secteur des services ; l'indice PMI glisse encore un peu plus en dessous du seuil de croissance en septembre (48.8), suggérant toujours des conditions à venir moins positives. Le PMI composite recule donc logiquement à 48.1, son plus bas niveau depuis janvier 2021. Globalement, les indices PMI pointent vers un net risque de ralentissement conjoncturel au 2ème semestre malgré les quelques récents signes encourageants. La production industrielle pour le mois d'août a en effet enregistré une reprise de +1.5%, qui renverse la tendance sur 12 mois encore négative en juillet (-2.5%) qui redevient positive (+2.5%).

Indicateurs PMI et PIB zone euro



Sources: Bloomberg, BGGI Group SA

Nouvelle chute de la confiance des ménages et des entreprises

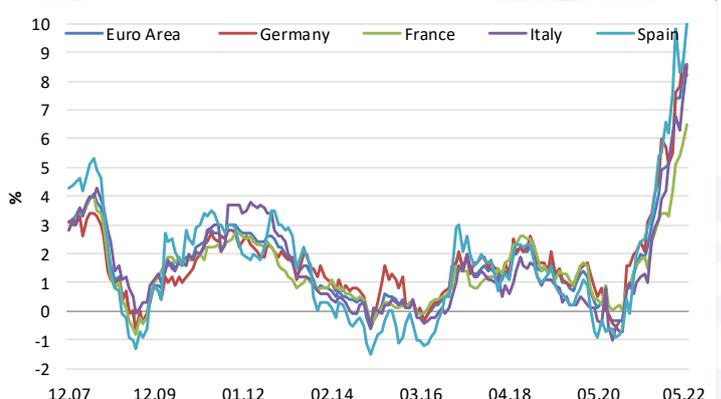
La confiance des ménages s'est encore un peu plus effondrée au cours du 3ème trimestre et se situe désormais à son plus bas niveau mesuré par la Commission européenne, en dessous de celui de mars 2020 lors de l'éclatement de la pandémie en Europe. Les premières craintes des consommateurs liées à l'invasion de l'Ukraine et l'inquiétude étaient de voir un conflit éclater en Europe. C'est désormais depuis plusieurs mois plutôt la constatation que l'évolution dramatique de l'inflation

aurait un impact sérieux et surtout durable sur leur pouvoir d'achat qui les inquiète. Les ménages sont logiquement toujours plus préoccupés par ces développements croissants qui ont vu l'inflation progresser de +7.5% en mars à +10% en septembre sur un an et sans aucun signe tangible de fléchissement dans les statistiques mensuelles. 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. Un plafonnement des prix du gaz est aussi à l'ordre du jour sans effet concret pour l'instant. Au-delà des consommateurs, ces inquiétudes sont partagées dans les milieux économiques. La confiance dans l'industrie comme dans les services chute encore en septembre. Cette baisse de confiance devrait déjà influencer la performance économique du 3ème trimestre et renforcer son impact en fin d'année. Après 15 mois de croissance YoY, les ventes de détails sont maintenant en baisse de -2% et enregistrent un troisième mois de contraction, témoin de cette perte de confiance.

Pas encore de répit durable pour l'inflation européenne

L'inflation globale en zone euro n'a connu ce trimestre qu'une courte phase de stabilisation en juillet (+0.1%) avant de se renforcer à nouveau en août (+0.6%) et en septembre (+1.2%). En base annuelle, elle a maintenant atteint +10%, ce qui 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 n'enregistre qu'une progression de +4.8% sur un an. 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 trop agressive qui pourrait pousser l'économie européenne fragile dans une récession brutale. La forte dynamique des prix à la production encore en hausse de +5% en août porte à +43.3% l'évolution des prix sur un an ; les prix de l'énergie (+11.8%) en août étant responsables de cette évolution.

Eurostat CPI—all items (Eurozone YoY)



Sources: Bloomberg, BGGI Group SA

En excluant ceux-ci et les coûts de construction, l'indice n'a progressé que de +0.3%. Une baisse des prix de l'énergie s'avère clairement être le principal déterminant d'une diminution des tensions inflationnistes aussi bien pour les indices de prix à la production que pour les indices de prix à la consommation. Au cours des derniers mois, les prix du pétrole et du gaz ont tous deux enregistré une tendance favorable qui devrait permettre une stabilisation progressive des indices.

Depuis la fin mai, les cours du brut de la mer du Nord ont en effet chuté de -28%. En ce qui concerne les prix du gaz, la volatilité s'est avérée plus importante, poussant les prix à nouveau à la hausse entre mai et juin avant de pouvoir observer un déclin de -50% à -60% depuis lors en Europe. Encore en progression de +370% sur un an entre août 2021 et août 2022, les cours du gaz à la fin septembre enregistraient une hausse réduite à +82%. A titre de comparaison, aux Etats-Unis, dans une volatilité aussi extrême, les cours du gaz ne sont plus en hausse que de +19% sur un an à la fin septembre après avoir atteint un pic de +110% à la fin août. Ce récent déclin des cours de l'énergie est un signe positif indispensable, mais pas encore suffisant, pour permettre une diminution des pressions haussières sur l'inflation. Les effets de base devraient pourtant commencer à jouer en faveur d'une décélération que nous estimons devoir se concrétiser prochainement.

Politique plus flexible et progressive de la BCE

La BCE prévoit toujours une inflation en hausse de +8.1% en 2022, ce qui suggère une baisse déjà sensible de l'ordre de -2% au cours des trois prochains mois. Elle 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 dus à la crise sanitaire, dans le sillage de la vision partagée par la Réserve fédérale américaine. Dans cet environnement difficile et complexe, la BCE a procédé à une hausse de 0.75% de ses taux directeurs en septembre à 1.25% montrant ainsi un début de détermination à remonter ses taux d'intérêt pour tenter de contrôler l'inflation. La Banque centrale européenne devrait poursuivre sa politique de durcissement des conditions monétaires pour atteindre un niveau de 1.65% à la fin de l'année et probablement de 2.5% à la fin mars 2023. Les perspectives de resserrement monétaire se sont tendues au cours des dernières semaines, mais le chemin qui semble prévisible aujourd'hui apparaît, d'un point de vue relatif, plus modéré que celui suivi par la Fed. L'approche plus progressive suivie par la BCE, qui semble aujourd'hui en retard sur la normalisation de sa politique monétaire, pourrait s'avérer finalement mieux adaptée à l'évolution de la confiance des ménages et d'un ralentissement économique probable. Cette approche plus mesurée en phase d'accélération de l'inflation s'avèrera peut-être adéquate 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. La BCE pourra alors traiter la question de la réduction de son bilan dans de meilleures conditions, car il semblerait clairement inadapté de procéder dès maintenant à la mise en œuvre d'une telle politique, qui renforcerait nécessairement la tendance haussière des taux et les risques de récession.

Dynamique de hausse de taux favorable à l'euro ?

Au cours des dernières semaines, dans un contexte de politique monétaire moins incisive de la BCE par rapport à celle de la Réserve fédérale, l'évolution des courbes de rendement en euros et dollars US a été légèrement plus favorable au dollar. En effet, depuis la fin mai, le différentiel de taux gouvernementaux entre les obligations du Trésor US et le Bund allemand à deux ans a progressé d'environ 40 points de base. Le dollar a encore profité de l'accroissement d'un différentiel de rendement sur les diverses échéances de la courbe de taux pour franchir le seuil de la parité et s'apprécier

de +6% au cours du dernier trimestre. 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 à deux ans (+20 pdb) en février, s'est progressivement contracté, offrant ainsi un écart de rendement croissant en faveur de l'euro. A la fin juin, il était de 60 pdb en faveur de l'euro, mais il s'est encore fortement accru depuis et se situe maintenant à 122 pdb. L'écart de rendement actuel est ainsi supérieur à celui observé lors de l'introduction des taux négatifs de la BNS qui s'était stoppé à 90 pdb. Nonobstant les actions de la BCE et de la BNS, les courbes de rendements en euros ont progressé 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 en Europe au cours des prochains mois, qu'aux Etats-Unis et qu'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.

Taux de change euro (USD, CHF, GBP)

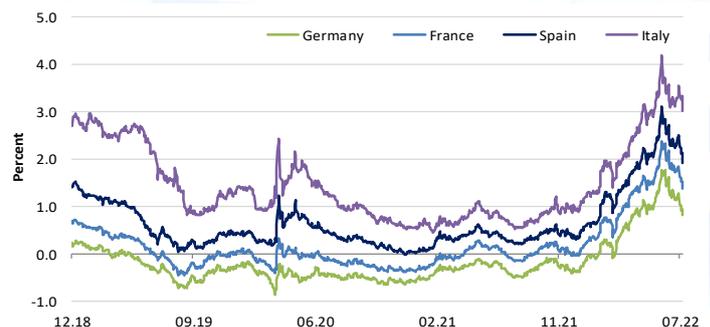


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Courbes de rendements encore positives

Les courbes des taux en Europe ont déjà dépassé sur la plupart des échéances l'objectif de taux directeur de la BCE à la fin mars de 2.5%, à l'exception de la courbe des taux gouvernementaux allemands dont les rendements à dix ans sont encore de 2.3%. Les rendements inférieurs sur la partie plus courte indiquent encore une pente positive et donc non inversée, contrairement à celles observées aux Etats-Unis.

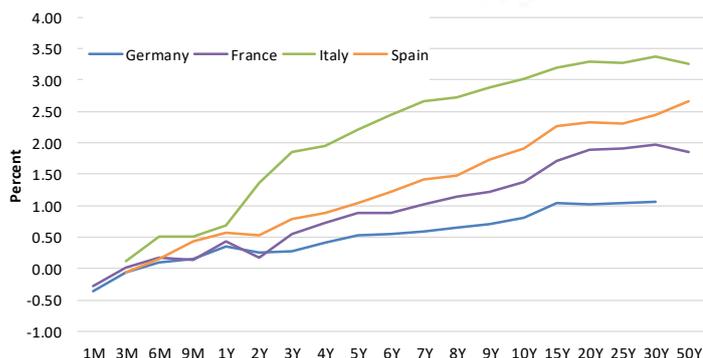
Taux d'intérêt 10 ans pays européens



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Au cours des derniers mois, le facteur « inflation » a été le principal déterminant influençant les taux d'intérêt et reste aujourd'hui un élément central. Le scénario de récession n'est encore pas suffisamment étoffé pour le remplacer dans un proche avenir. Nos perspectives pour le prochain trimestre sont à nouveau négatives pour les marchés obligataires européens, dont les rendements gouvernementaux à dix ans ont tout de même atteints dans le cas de la France (2.91%), de l'Espagne (3.48%) et de l'Italie (4.76%) des niveaux très sensiblement supérieurs aux rendements allemands et parfois comparables aux rendements en dollars. Nous maintenons notre politique de prudence tant en matière d'exposition globale aux obligations européennes qu'en termes de maturité. Les durations courtes sont encore à privilégier.

Courbes des taux d'intérêt (.....2022)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'immobilier titrisé est dans la tourmente

L'immobilier titrisé en Europe subit fortement les effets des tensions sur les taux d'intérêt. L'indice EPRA Nareit a chuté de -32% depuis la relance haussière des rendements en euros qui a récemment et rapidement porté les taux longs de 0.78% le 1er août 2022 à 2.31% aujourd'hui. La correction des cours de l'immobilier coté européen avait déjà débuté à la fin de 2021, alors que les rendements à dix ans étaient encore négatifs (-0.5%) et que l'inflation commençait à accélérer au-dessus de ses plus hauts niveaux de la décennie. Le dérapage de l'inflation marquait le début de la hausse des rendements en euros, affectant de manière excessive sans doute les valeurs immobilières cotées en Europe. La progression des incertitudes en Europe a logiquement affecté les actifs risqués, mais dans le cas de l'immobilier européen, la valorisation de certaines sociétés correspond désormais à moins de 50% de la valeur comptable, une situation exceptionnelle qui nous semble injustifiée malgré le contexte de hausse des coûts de financement.

Prime de risque toujours élevée pour les actions européennes

Les valeurs européennes souffrent certainement plus pour l'instant de la perception de risques plus importants sur l'évolution de leurs résultats que de la hausse des taux d'intérêt. En comparaison régionale, les taux européens à dix ans restent dans la plupart des cas inférieurs à ceux des taux américains (4%) et ont logiquement une influence plus modérée sur le financement des entreprises. Mais la hausse des coûts de l'énergie et de l'électricité 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 étant clairement plus concernée que d'autres. La hausse des prix des matières premières et les difficultés d'approvisionnement affectent aussi les coûts de production de manière exceptionnelle. Ceux-ci ont maintenant atteint en Europe des niveaux jamais vu et perturbent fortement la production des secteurs industriels. Les marges dans l'industrie notamment sont sous pression dans un environnement marqué aussi du côté de la demande par une baisse généralisée du pouvoir d'achat.

En comparaison internationale, les sociétés européennes sont plus touchées et devraient voir leurs profits pénalisés plus fortement. En termes de valorisations relatives, elles se traitent à environ 9x les profits de l'année 2023, soit un niveau nettement plus raisonnable que le multiple américain de 16x. Avec une valorisation relative présentant un « discount » de 45%, elles mériteraient d'être privilégiées, mais nous craignons qu'elles ne souffrent à court terme encore d'une visibilité réduite favorisant le marché américain, moins affecté par la géopolitique européenne. Un changement de climat boursier est indispensable pour permettre une surperformance des titres européens.

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