

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



VALORISATIONS ATTRAYANTES DES ACTIONS EUROPÉENNES

Récession probable en début 2023 en Europe. Confiance toujours en berne. Premier signe de baisse de l'inflation. La BCE devient plus agressive. La hausse des rendements n'est pas finie. Hausse de l'euro. PE attrayants pour les actions.

Points clés



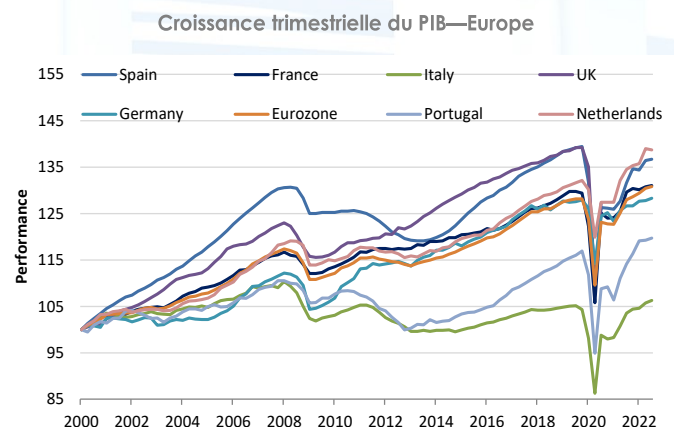
- L'économie européenne résiste et ne glisse toujours pas vers la récession annoncée
- Récession probable entre le T4 2022 et le T1 2023
- Indicateurs avancés en zone négative
- Les ménages européens restent inquiets
- Premier signe de perte de vitesse de l'inflation
- La BCE devient la plus agressive des banques centrales
- Décorrélations des taux et des rendements ?
- La hausse des rendements n'est pas terminée
- L'immobilier titrisé reste influencé par les taux d'intérêt
- Valorisations attrayantes pour les actions européennes

L'économie européenne résiste et ne glisse toujours pas vers la récession annoncée

Il y a quelques mois nous soulignons déjà la résistance plutôt surprenante de l'économie européenne dans le contexte pourtant toujours particulièrement difficile et marqué par une inflation historique. La croissance économique positive du T2 (+0.8%) avait largement surpris les économistes en dépassant très sensiblement leurs estimations de croissance plus modérées (+0.2%), comme ce fut déjà le cas au T1, qui avait surpris par sa résistance. Le troisième trimestre 2022 s'inscrit dans la même logique et surprend encore par la résilience de l'économie des pays de la zone euro. Le PIB de la zone euro a en effet une nouvelle fois progressé de +0.3% au 3ème trimestre, légèrement mieux que les prévisions faisant état d'une hausse probable de seulement +0.1%. Sur une période de douze mois, le PIB européen a finalement progressé de +2.3% à la fin septembre 2022. La consommation des ménages a plutôt bien résisté à la hausse de l'inflation comme l'indique sa progression de +0.9% sur trois mois (+1.7% yoy). Les dépenses gouvernementales ont au contraire marqué le pas au T3 (+0.1%), tandis que les dépenses d'investissement ont bondi de +3.6% pour enregistrer une très

nette hausse de +7.4% sur un an. La croissance pour l'ensemble de l'Union européenne s'est avérée similaire au T3 (+0.4%). Parmi les pays importants, seuls les Pays-Bas ont enregistré un déclin limité (-0.2%), les principaux membres de l'euro-zone ayant été capables de résister aux vents contraires. L'Italie (+0.5%) et l'Allemagne (+0.4%) ont finalement été parmi les meilleurs contributeurs au PIB global alors que la France (+0.2%) et l'Espagne (+0.2%) enregistraient des progressions plus limitées.

L'Allemagne, pourtant particulièrement touchée par la problématique énergétique, s'est avérée plus forte et résistante que prévu grâce notamment à des dépenses de consommation soutenues. La consommation des ménages a effectivement avancé de +1% sur le trimestre en dépit des hausses notables des prix et des coûts de l'énergie. L'économie allemande enregistre de ce fait une séquence de six trimestres consécutifs de croissance positive après le déclin observé au 1er trimestre 2021. La fin d'année devrait toutefois s'avérer plus difficile pour la principale économie du continent, même si la crise énergétique pourrait finalement être contenue grâce à un automne particulièrement doux. Des mesures gouvernementales et subsides accordés pour limiter les effets de la hausse des prix du gaz et de l'électricité permettront de réduire les effets inflationnistes et récessionnistes sur l'économie allemande. Le ralentissement économique européen reste pourtant largement perçu comme inévitable en fin d'année.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La récession devrait se matérialiser entre le T4 2022 et le T1 2023

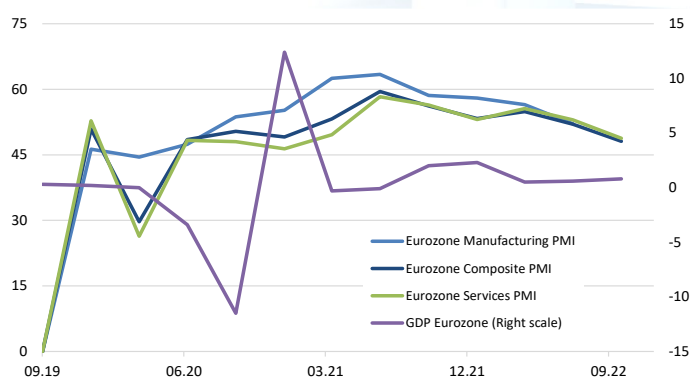
La pression exercée sur le pouvoir d'achat des ménages par la hausse de l'inflation devrait rester suffisamment inquiétante pour affecter la consommation et l'investissement en fin d'année. L'Allemagne et son industrie restent particulièrement sensibles aux difficultés d'approvisionnement de gaz et d'énergie 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. Les perspectives pour le T4 sont désormais plus incertaines et suggèrent probablement une baisse de l'activité économique dans les pays de la zone euro. Les prévisions de croissance sont de -0.4% pour le dernier trimestre à la fin décembre 2022. Si cela devait être le cas, la croissance pour l'année complète de 2022 sera finalement tout de même supérieure à +3%, ce qui constituera une bonne surprise dans le contexte particulièrement incertain qui aura prévalu pendant toute l'année 2022. Le 1er trimestre 2023 sera certainement aussi en contraction de -0.4%, confortant de fait les anticipations croissantes de récession et portant les attentes pour l'ensemble de l'année 2023 à +1.4% de croissance du PIB. Après une première phase de faiblesse en début d'année suivie d'une reprise plus nette en deuxième partie d'année.

Indicateurs avancés en zone négative

Les indicateurs avancés PMI manufacturier pour la zone euro ont poursuivi leur déclin entamé en juillet 2021 et s'installent depuis le mois de juillet 2022 en dessous du seuil de 50. La légère reprise depuis le point bas d'octobre (46.4) observée en novembre et décembre (47.8) ne laisse que peu de place à l'incertitude, le secteur manufacturier est en souffrance depuis près de six mois maintenant. La tendance est aussi morose dans le secteur des services ; l'indice PMI rebondit légèrement en novembre (49.1) mais reste en dessous du seuil de croissance, suggérant toujours des conditions à venir moins positives. Le PMI composite se stabilise donc logiquement à 48.18 un peu en dessus de son plus bas niveau de l'année 2022.

Globalement, les indices PMI suggèrent plutôt une stabilisation de l'économie sans écarter le risque probable de ralentissement conjoncturel pendant l'hiver. La production industrielle pour le mois d'octobre montre une nouvelle chute de -2% suite à une reprise de +1.5% en août, qui réduit la progression sur un an de +4.9% à +3.4% entre septembre et octobre. Le climat des affaires en Allemagne semble pourtant s'être amélioré suggérant que le point bas a peut-être été atteint sans pour autant suggérer une amélioration suffisante pour écarter les probabilités de récession prochaine.

Indicateurs PMI et PIB zone euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

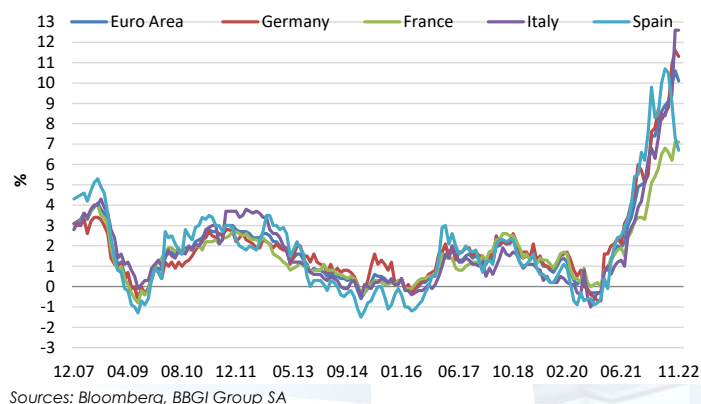
Les ménages européens restent inquiets

La confiance des ménages pour le mois de novembre s'est avérée un peu meilleure par rapport aux mois précédents. Mais malgré une légère reprise, l'indicateur de la Commission européenne reste particulièrement morose (-22.2) et toujours en dessous des plus bas niveaux constatés en 2020 et 2012. La principale préoccupation reste l'évolution des prix et notamment des coûts de l'énergie affectant dramatiquement le pouvoir d'achat des ménages. Ces derniers sont logiquement toujours plus préoccupés par l'évolution du CPI européen qui a désormais dépassé +10% sur un an. Après une contribution significative à l'évolution positive du PIB au T3, les consommateurs semblent donc plus préoccupés en cette fin d'année, les ventes de détail ont notamment glissé de -1.8% en octobre dans l'euro-zone et de -4.9% en Allemagne. Au-delà des consommateurs, ces inquiétudes sont partagées dans les milieux économiques. La confiance dans l'industrie comme dans les services reste largement déprimée. Ces niveaux de confiance toujours peu encourageants devraient déjà influencer la performance économique du T4 et développer des effets négatifs en début 2023.

Premier signe de perte de vitesse de l'inflation

Les derniers chiffres d'inflation publiés pour la zone euro sur une base mensuelle (-0.1%) ont enfin montrés un mouvement d'inflexion par rapport aux chiffres publiés en octobre (+1.5%). L'inflation globale en zone euro enregistrait ainsi son premier résultat mensuel négatif, sans pour autant pouvoir réduire nettement la mesure sur un an qui passe de +10.6% à +10.1%. Si le résultat mensuel pour le mois de novembre est encourageant, il faut toutefois constater qu'il ne s'agit pas encore d'une tendance. L'inflation hors alimentation et énergie reste au-dessus de +5% sur un an. Nous estimons cependant que les prochaines données devraient enfin pointer aussi en Europe vers une diminution des tensions inflationnistes. L'Allemagne pourrait contribuer à cette diminution prochaine grâce aux mesures prises pour contrer la hausse des prix de l'énergie dans le pays. Une baisse des prix de l'énergie s'avère être le principal déterminant d'une diminution des tensions aussi bien pour les indices de prix.

Eurostat CPI—all items (Eurozone YoY)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Légère amélioration du déficit commercial de la zone euro

La chute de l'euro en 2022, notamment contre le dollar US (-13%) au cours des dix premiers mois, n'a pas permis au commerce extérieur de se stabiliser après de déclin déjà

historique en 2021. Selon Eurostat, le résultat de la balance commerciale de la zone euro corrigé des variations saisonnières s'est légèrement repris en octobre 2022 (-28.3 milliards d'euros) après avoir atteint un plus bas à -36.4 milliards le mois précédent. A l'échelon de l'Union européenne, le déficit s'est aussi réduit de -47.7 à -39.4 milliards d'euro. Cette amélioration est dans les deux cas due à une diminution plus importante des importations que des exportations. Encore en léger excédent en novembre 2021, le solde de la balance commerciale est complètement basculé d'un excédent de près de 30 milliards à la fin 2020 à un solde dramatique à ce jour. L'Allemagne reste malgré cette tourmente l'un des rares pays à jouir d'un excédent commercial important et en croissance de 10.2 à 12.6 milliards en un mois. Le principal contributeur au résultat négatif du commerce extérieur européen est encore en octobre les Pays-Bas (-26.1 milliards). L'impact d'une diminution des prix du brut importé au cours des derniers mois semble encore relativement faible et devrait cependant contribuer à une amélioration dans les prochains mois.

La BCE devient la plus agressive des banques centrales

La résistance de l'inflation en Europe ne laisse pas le choix à la BCE. La persistance de statistiques de prix encore supérieures à +10% à la fin octobre positionne l'Europe de plus en plus nettement en tête des pays développés faisant face à une inflation encore incontrôlée. La prévision d'inflation de la BCE de +8.4% pour la fin 2022 n'a maintenant que peu de chance de s'avérer exacte à moins d'une chute rapide en décembre des indices de prix. Sa prévision pour 2023 d'une inflation abaissée à +6.3% se situe aussi dans le haut de la fourchette de comparaisons vis-à-vis des Etats-Unis, du Canada, du Japon ou de la Suisse. La BCE doit donc faire face avec plus de détermination que d'autres banques centrales à l'évolution de l'inflation en 2023. Elle devrait maintenir une attitude qui apparaîtra d'un point de vue relatif comme toujours plus restrictive au cours des prochains mois. C'est notamment ce qui est apparu lors de la dernière revue de politique monétaire le 15 décembre au cours de laquelle la présidente de la BCE Mme. Lagarde a mentionné que les prochaines hausses de taux seraient logiquement de 50 pnb dans un ton plus sévère qu'auparavant. Nous estimons que la BCE est désormais plus déterminée à durcir sa politique monétaire en adoptant un discours plus lisible pour les marchés financiers. Toutefois, alors que la première réaction semble avoir poussé l'objectif maximal de taux directeurs vers 3.4% au cours du cycle actuel de resserrement monétaire, la prévision d'inflation pour 2023 largement supérieure à ce niveau devrait laisser perplexe. Si la BCE veut réellement remonter ses taux directeurs au-dessus du taux d'inflation, elle devrait alors admettre que cet objectif n'a une chance d'être atteint qu'en 2024, si l'inflation décline d'ici là pour approcher sa prévision de 3.4% à la fin 2024. La BCE est en retard sur le cycle d'inflation et malgré son discours plus « hawkish » elle a de fortes chances de le rester en 2023. Cette politique plus progressive 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.

Décorrélation des taux et des rendements ?

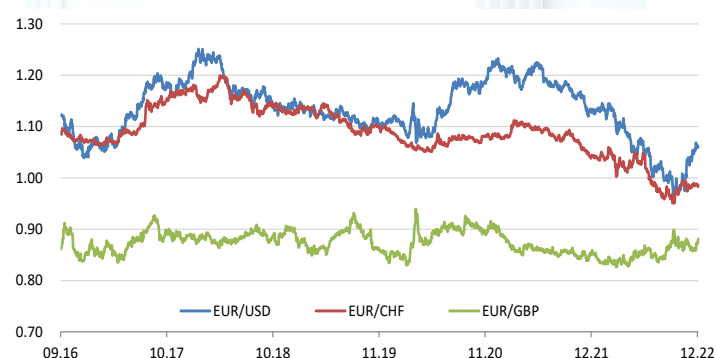
Au cours des derniers mois, les marchés obligataires internationaux sont restés relativement corrélés. Les mouvements observés sur les marchés des capitaux en euros ont suivi des tendances similaires bien que les amplitudes observées aient été différentes. Plus récemment, les

rendements du Bund allemand à deux ans ont bondi de 1.8% à 2.6%, alors que les rendements du Trésor à deux ans se stabilisaient à 4.25. Le différentiel de rendement sur la partie courte de la courbe est ainsi passé de 260 points à seulement 169 points en quelques semaines. Sur la partie longue de la courbe, le différentiel de rendement s'est contracté de 195 pnb à 130 pnb durant la même période. Cette évolution dans les marchés de capitaux en USD et euros a été accompagnée d'un déclin du dollar dont le taux de change est passé de 0.96 à 1.06, correspondant à une appréciation de +10.5% de l'euro.

Nous annonçons dans notre « Stratégie d'investissement » de fin septembre qu'un renversement de tendance favorable à l'euro se matérialiserait lorsqu'il apparaîtrait plus nettement que la politique monétaire de la BCE se ferait plus restrictive. C'est désormais le cas et l'euro profite de ce changement et du rythme désormais probablement plus agressif de hausses de taux qui sera mené par la BCE. De son côté, le taux de change euro/franc peut aussi enfin s'appuyer sur un changement significatif du différentiel de rendement observé sur l'ensemble des courbes de taux depuis le mois de mai. Le différentiel de taux, encore très légèrement en faveur des obligations de la Confédération à deux ans (+20 pnb) 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 pnb en faveur de l'euro, mais il s'est encore fortement accru depuis et se situe maintenant à 136 pnb et à 86 pnb sur les échéances à dix ans. L'écart de rendement actuel est ainsi supérieur à celui observé lors de l'introduction des taux négatifs de la BNS.

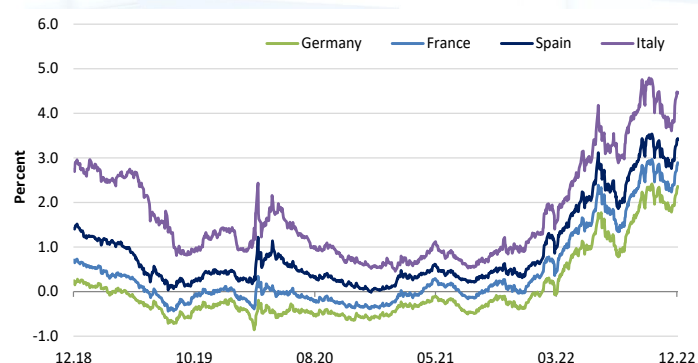
La progression plus rapide des courbes de rendements en euros devrait se poursuivre et soutenir de nouvelles hausses de l'euro.

Taux de change euro (USD, CHF, GBP)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Taux d'intérêt 10 ans pays européens

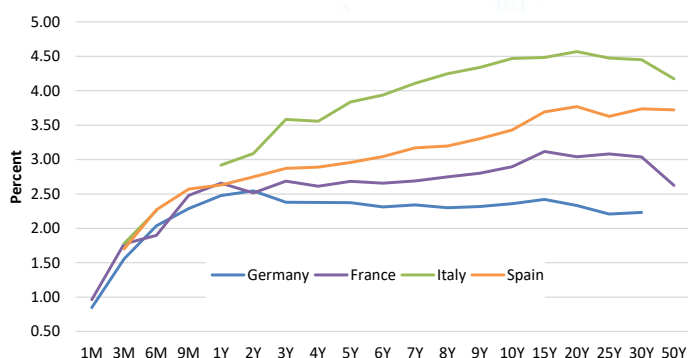


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La hausse des rendements n'est pas terminée

Le changement de politique monétaire a certes été un facteur déterminant dans l'évolution des marchés de capitaux en euros, mais la persistance d'une inflation élevée a soutenu largement la hausse des courbes de rendements. Malgré la perspective probable d'une récession peut-être modérée en Europe au cours des prochains mois, et compte tenu du positionnement de la BCE face à une inflation qui ne s'abaisse pas, nous estimons que les marchés obligataires sont toujours particulièrement risqués. La hausse des rendements obligataires ne nous semble pas proche de son zénith alors que la BCE apparaît déjà comme étant certainement la plus engagée en 2023 à poursuivre ses hausses de taux directeurs. A moins de voir l'inflation brutalement s'effondrer plus rapidement qu'elle ne l'escompte, elle ne changera pas de cap et maintiendra des conditions susceptibles de provoquer de nouvelles pertes en capital pour les détenteurs d'obligations en euros. Nos perspectives pour le prochain trimestre sont à nouveau négatives et 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 (23.12.2022)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'immobilier titrisé reste influencé par les taux d'intérêt

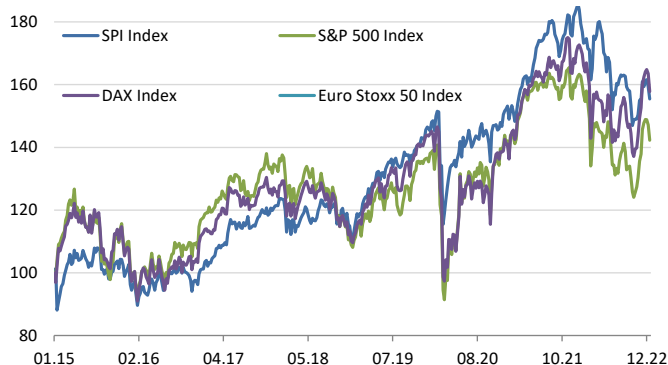
L'immobilier titrisé en Europe subit toujours les effets des tensions sur les taux d'intérêt à la fin 2022. L'indice EPRA Nareit a chuté de près de -50% depuis août 2021 et de -32% depuis la relance haussière des rendements en euros au cours des cinq derniers mois. Le dérapage de l'inflation marquait 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. Le marché immobilier européen recèle désormais des opportunités d'investissement, mais il reste encore probablement très fragilisé à court terme par les prochaines hausses de taux.

Valorisations attrayantes pour les actions européennes

Le rebond attendu des valeurs européennes s'est assez largement manifesté en octobre et en décembre alors que nous évoquions une prime de risque pour celles-ci de l'ordre de 45% devant soutenir une telle revalorisation. La hausse du SX5e par exemple de +21% en deux mois s'est avérée bien supérieure à celle du S&P500 (+12%) dans un contexte pourtant moins favorable sur le plan économique en Europe. Les derniers mois n'ont en effet pas apporté d'éléments nets de satisfaction, le durcissement de politique monétaire en réaction à la persistance de l'inflation étant plutôt un facteur pénalisant. Néanmoins, en dépit de cette nette surperformance, les valeurs européennes disposent toujours d'un discount important par rapport aux titres américains. La valorisation de 11.3x les profits pour 2023 est ainsi inférieure au PE de 16.3x du S&P500. Elles semblent également attrayantes vis-à-vis des actions japonaises (14.5X) et même chinoises (11.1x). Le rendement du dividende moyen en Europe (3.5%) est aussi séduisant et dépasse largement celui des Etats-Unis (1.7%), du Japon (2.2%) notamment. Ainsi malgré une surperformance déjà notable ces dernières semaines, les actions européennes mériteraient encore d'être privilégiées dans la perspective de l'année 2023, à moins que les prochaines hausses de taux directeurs de la BCE ne finissent par perturber l'appréciation des risques et opportunités des investisseurs.

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
Place de Longemalle 1
1204 Genève - Suisse
T: +41 22 59 59 611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch