

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO

QUELS ACTIFS EUROPEENS PRIVILEGIER?

Récession probable en 2023. Objectif de taux BCE à 4%. Décorrélation des politiques monétaires. Relance haussière des rendements nationaux. Appréciation de l'euro. Valorisations attrayantes de l'immobilier titrisé et des actions.



- L'économie européenne chancelle mais évite encore une récession au T4 2022
- Contraction limitée de l'économie au 1er semestre
- Indicateurs avancés soutenus par les services
- Les ménages européens restent inquiets
- Les services retiennent une baisse nette de l'inflation
- Réduction du déficit commercial en Europe
- La BCE se veut rassurante et monte ses taux directeurs
- Décorrélation des rendements obligataires en euros
- Appréciation probable de l'euro
- Immobilier injustement pénalisé par la crise bancaire
- Les actions européennes résistent aux incertitudes

L'économie européenne chancelle mais évite encore une récession au T4 2022

Depuis plusieurs mois les prévisions économiques pointaient sur un net ralentissement de l'activité en zone euro, qui devait nécessairement être suivi d'une croissance négative et d'une récession. Force est de constater que l'économie de la zone euro déjouait encore ces anticipations au cours du dernier trimestre 2022. Il n'en fallait pourtant pas beaucoup pour que la fin d'année soit déjà marquée par la décroissance de l'économie. En effet, ce n'est que de justesse que le PIB ne s'est pas contracté à la fin décembre, grâce notamment aux dépenses gouvernementales en hausse de +0.7% et aux résultats du commerce extérieur plus positifs grâce à la baisse de -1.9% des importations. Les dépenses des consommateurs en chute de -0.9% ont pourtant bien subi le déclin prédit et lié à la chute du pouvoir d'achat réel des ménages, qui a aussi été accompagnée d'une diminution des dépenses d'investissement (-3.65%). La stagnation du PIB (0%) au cours du trimestre laisse tout de même entrevoir la possibilité d'une récession à venir aux effets réduits. La résilience de l'économie européenne, dans le contexte actuel de sérieuse baisse du pouvoir d'achat réel causée par la hausse de l'inflation, reste surprenante. L'économie européenne chancelle donc sous le poids de la perte de valeur de -0.4% de sa principale économie. L'Allemagne enregistrait effectivement la plus décevante performance nationale des principaux pays membres de la zone euro. L'Allemagne, a notamment souffert d'une plus importante baisse de la consommation privée (-1%) et des investissements (-2.5), alors dépenses publiques soutenaient la les aue demande intérieure avec une hausse de +0.6%. La France terminait le trimestre en modeste hausse (+0.1%) avec un résultat proche de la stagnation, comme l'Espagne (+0.2%), l'Italie (-0.1%) ou le Portugal (+0.3%). Parmi les principaux pays de la zone euro, les Pays-Bas enregistraient une dynamique supérieure significative grâce à une avancée de +0.6%. Le résultat économique de l'Union européenne s'est avéré légèrement plus mauvais avec un baisse de -0.1% de son PIB.

Contraction limitée de l'économie au 1er semestre 2023

Les surprises économiques ont donc plutôt été positives pendant le dernier trimestre et le début d'année n'a pas provoqué de revirement sensible de situation. Les perspectives de croissance semblent dès lors un peu moins pessimistes pour l'ensemble de l'année (+0.5%), alors que les risques de récession à douze mois ont diminué à seulement 50% de probabilités. Les attentes pour le 1er trimestre 2023 suggèrent une contraction limitée de -0.1% suivie d'un deuxième trimestre également en déclin de -0.2%.

Croissance trimestrielle du PIB—Europe -Spain - France ----Italy -IIK Eurozone Portugal Netherlands 78 2020 2022 2018

Sources: Bloomberg, BBGI Group SA



La zone euro devrai donc entrer en récession au 1er semestre sans pour autant subir une contraction sévère de son PIB.

La BCE conserve des prévisions plus optimistes pour l'évolution du PIB et maintient son objectif de hausse de +1% de la zone euro sur l'ensemble de l'année et de +0.1% au 1er trimestre. La hausse de +0.7% des dépenses des consommateurs sera le principal soutient de cette croissance selon elle.

La production industrielle en zone-euro a surpris favorablement en janvier avec un rebond de +0.7% après un mois de décembre faible. Les données mensuelles toujours volatiles ne permettent toutefois pas de déceler une réelle tendance positive, mais le secteur montre tout de même une résilience pouvant contribuer positivement au résultat global du trimestre. Le rebond de l'activité en Allemagne de +1.8% contrastait avec les déclins de la production en France (-1.9%) en Espagne (-0.9%), en Italie (-0.7%) et aux Pays-Bas (-4.3%). Les prochains mois pourraient être soutenus par la reprise en Chine et la baisse des prix de l'énergie.

Indicateurs avancés composites soutenus par les services

Contrairement à l'évolution un peu plus positive du secteur industriel en Europe, les PMI manufacturiers présentent toujours des signes de fléchissement de la dynamique à venir. Les indicateurs avancés PMI manufacturiers pour la zone euro ont en effet encore replongé à 48.5, toujours en dessous du seuil de croissance, après quelques mois de stabilisation. Malgré une légère reprise entre octobre 2022 et janvier 2023, ce nouveau déclin suggère toujours une situation difficile pour le secteur manufacturier en souffrance depuis près de neuf mois maintenant. La tendance est clairement plus favorable dans le secteur des services, l'indice PMI s'affirme encore un peu plus en mars et s'installe plus sérieusement dans la zone de croissance en passant de 52.5 à 55.6. Le PMI composite avance donc un peu plus encore de 52 à 54.1 nettement en zone de croissance à la fin mars.

L'évolution positive du PMI des services suggère que l'économie de la zone-euro résiste en début d'année aux effets de l'inflation et de la hausse des taux. Sur le plan régional, la France semble aussi mieux tirer son épingle du jeu que l'Allemagne. Le sentiment général s'est amélioré avec la forte diminution des risques d'approvisionnement en énergie, le scénario du pire envisagé pour l'hiver en cours après le début de l'intervention russe en Ukraine étant désormais écarté. La baisse des tensions inflationnistes, encore limitée pourtant, contribue aussi à cette évolution. On note également des améliorations importantes dans les délais de livraisons affectant les chaînes d'approvisionnement.

03.22

Indicateurs PMI et PIB zone euro

75

n

03.20

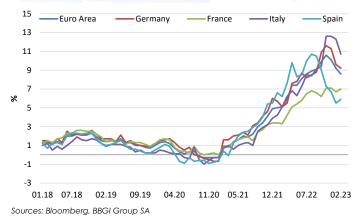
Les ménages européens restent inquiets

La confiance des ménages pour le mois de mars ne montre pas de signes tangibles d'amélioration après la reprise constatée depuis le mois de septembre. L'indicateur de la Commission européenne reste encore particulièrement morose (-19) bien qu'en nette reprise depuis le plus bas de septembre (28.7). 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 encore préoccupés par l'évolution du CPI malgré un début de décélération notable. Après une contribution significative à l'évolution positive du PIB au T3, les consommateurs semblaient donc plus préoccupés fin d'année 2022, et en ce début d'année, les ventes de détail ont notamment glissé de -2.3% en janvier sur un an malgré une légère hausse de +0.3% sur le mois dans l'euro-zone. Les attentes des consommateurs en matière d'inflation à moyen terme (3 ans) ont pourtant baissé de +3% à +2.5%. Au-delà des consommateurs, ces inquiétudes sont aussi partagées dans les milieux économiques. L'indice Sentix mesurant la confiance dans l'industrie comme dans les services marque aussi une pause dans sa récente phase d'ajustement moins pessimiste. Ces niveaux de confiance toujours peu encourageants devraient influencer la performance économique des prochains mois et suggèrent aussi une conjoncture très incertaine en début 2023.

Les services retiennent une baisse plus nette de l'inflation

Le segment énergie contribue nettement à la diminution de l'inflation en Europe depuis plusieurs mois avec une contribution négative et un poids en sensible baisse. C'est aussi le cas dans une moindre mesure de la composante alimentation qui se stabilise en restant toutefois la principale composante de la hausse globale des prix. L'indice CPI a profité de quelques baisses mensuelles de l'inflation entre octobre et janvier avant de subir le rebond des prix de +0.8% en février. La tendance reste encourageante en comparaison annuelle, l'inflation devrait ainsi rapidement glisser en dessous de +8%. Toutefois, les facteurs domestiques restent tendus et retiennent une baisse plus marquée de l'inflation qui, hors alimentation et énergie, progresse toujours et atteignait +5.6% en rythme annuel à la fin février. L'inflation globale en zone euro est encore loin de fléchir suffisamment pour modifier la politique monétaire de la BCE. Elle semble cependant montrer une direction suffisamment favorable pour permettre une légère amélioration de la confiance des ménages. Par ailleurs, la baisse de -2.8% des prix à la production en janvier est un facteur positif pouvant influencer favorablement le niveau des prix à la consommation. Après avoir littéralement explosé de +43.2% en août 2022, le niveau actuel de +15% constitue déjà un élément probant.

Eurostat CPI—all items (Eurozone YoY)



03.21

Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

03.23

15

Réduction du déficit commercial en Europe

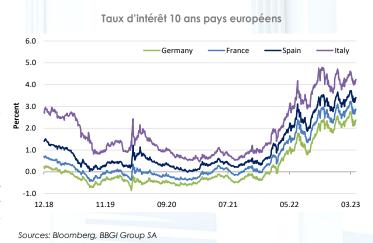
Selon Eurostat, le résultat de la balance commerciale de l'Union européenne, corrigé des variations saisonnières, s'est légèrement amélioré en janvier, le déficit ajusté a diminué de 19.3 milliards en décembre à 14 milliards en janvier. Le décompte par pays montre toujours un excédent allemand de 15.4 milliards représentant l'essentiel des composantes positives. L'Italie contribue positivement aussi avec un excédent de 3.9 milliards, suivi par le Danemark (1.9 Mrds.) et la Suède (1.8Mrds.). Les Pays-Bas constituent le principal déficit national avec un résultat de 19.1 Mrds. L'UE enregistre des excédents avec le Royaume-Uni (9.2 Mrds.), les Etats-Unis (6.7 Mrds.) et la Suisse (4.2 Mrds.), et des déficits importants avec la Chine (29.9 Mrds.), la Norvège (7.9 Mrds.) et la Russie (5.2 Mrds.), en raison notamment des importations d'énergie. En février, l'Allemagne a vu ses exportations vers d'autre pays hors UE augmenter de +6.1% sur un an, avec une forte hausse vers les Etats-Unis (+19.4%), alors que celles vers la Chine diminuaient de -12.4%. La reprise des exportations vers les pays émergents a aussi été l'un des faits marquants sur cette période qui a vu une nette reprise en direction de la Turquie (+37.9%), du Brésil (+33.8%) et de l'Inde (+20.3%) au détriment des exportations vers la Russie en chute de -60.1%. La hausse de +2.1% sur le mois de février des exportations et une contraction de -3.4% des importations devraient par ailleurs profiter à l'amélioration graduelle du commerce extérieur allemand et de celui de l'UE.

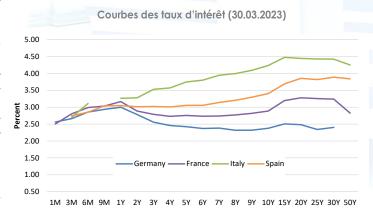
La BCE se veut rassurante et monte ses taux directeurs

La BCE a remonté une nouvelle fois ses taux directeur en mars. relevant notamment que les perspectives d'inflation restaient encore trop élevées et que la diminution attendue se concrétisait effectivement, mais à un rythme insuffisant. Elle a aussi souligné que le degré d'incertitude élevé imposait une politique flexible et liée à l'évolution constante des données disponibles. En d'autres termes, la BCE confirme qu'elle procèdera à des évaluations des perspectives d'inflation en prenant en considération un large spectre d'informations économiques et financières pour ajuster sa politique. Cette hausse de taux directeurs est intervenue en pleine phase de doute sur la stabilité du système financier qui n'a pas épargné l'Europe. Le Conseil des gouverneurs a rassuré en soulignant qu'il suivait de très près la situation et qu'il se tient près le cas échéant à prendre les mesures qui s'imposent pour préserver à la fois la stabilité des prix et la stabilité financière de la zoneeuro. La BCE considère cette crise comme sérieuse mais non systémique. La BCE estime que l'économie devrait se renforcer avec une reprise de la production industrielle soutenue par l'amélioration des conditions d'approvisionnement et le redressement de la confiance. La hausse des salaires et la baisse des prix de l'énergie devraient partiellement compenser la perte de pouvoir d'achat, soutenant ainsi la consommation. La dernière hausse de taux de 0.5% a porté les taux directeur à 3.5%, mais il semble que l'objectif final évoqué de 4% soit encore très éloigné du taux qui marquera la fin du cycle actuel de resserrement monétaire. La prévision d'inflation pour 2023, largement supérieure à ce niveau, devrait laisser perplexe. La BCE est en retard sur le cycle d'inflation et malgré son discours plus affirmé elle devra selon nous encore ajuster plusieurs fois le niveau de ses taux directeurs avant de voir effectivement un impact suffisant se concrétiser sur les prix. Malgré l'évolution récente de la projection attendue de ces taux pour le mois de décembre, nous estimons que la BCE procédera encore à deux ou trois nouvelles hausses de taux directeurs.

Décorrélation des rendements obligataires en euros

Avec la fin prochaine de la politique monétaire restrictive aux Etats-Unis, les prochaines hausses modérées de taux de la BCE devraient diminuer le différentiel de taux actuellement très favorable aux investissements en dollars. Le différentiel de rendement sur les principaux marchés de capitaux entre les rendements en dollars et ceux en euros devraient suivre le même chemin. Les taux du Trésor américain ont en effet de bonnes chances de se stabiliser autour du niveau actuel de 3.5% avant qu'une nouvelle baisse, probablement motivée par une diminution de l'inflation, ne se concrétise. En Europe, les rendement du gouvernement allemand sont encore inférieurs à 2.5% pour un niveau d'inflation largement supérieur à celui observé aux Etats-Unis. Au cours des derniers mois, les marchés obligataires internationaux sont restés relativement corrélés, mais s'il nous semble probable désormais que cette corrélation diminue fortement. Nous avons certainement déjà vu le pic du cycle de taux aux Etats-Unis il y a déjà quelques mois, alors que le top des rendements en euro est encore devant nous. Les prochaines semaines verront un retour de la décorrélation entre certains marchés de capitaux vis-à-vis du marché américain. Les rendements du Bund allemand à dix ans progressaient vers de nouveaux sommet en début mars avant la crise bancaire avant de profiter d'un rush des investisseurs sur les valeurs refuges. Mais la crise passée, nous estimons que les rendements en euros reprendront le chemin de la hausse rapidement. Une hausse de cent points de base n'est pas exclue sur toutes les échéances, alors que la courbe de taux est pratiquement plate entre les échéances à deux ans et dix ans. Le marché des capitaux européens présente des opportunités et des risques plus importants et dans le contexte évoqué plus haut tout risque de remontée de rendements de marché peut avoir des conséquences diverses selon la qualité de débiteurs nationaux. Le temps n'est plus aux stratégies de « yield pick up » mais à la gestion des risques de moins-values.





Sources: Bloomberg, BBGI Group SA



Appréciation probable de l'euro

L'évolution prochaine de la politique monétaire européenne sera certainement la plus restrictive des principales banques centrales. Les attentes du marché pour le niveau de taux directeurs marquant la fin du cycle actuel de resserrement monétaire vont encore évoluer ces prochains mois, mais nos anticipations à six mois sont maintenant de 4.75% aux Etats-Unis (actuellement 5%) impliquant une baisse de 0.25% des Fed Funds en septembre. En zone-euro, la BCE a remonté de 0.5% sont principal taux directeur le portant à 3.5%. Les marchés anticipent aujourd'hui trois nouvelles hausses de 0.25% au cours des meeting de mai, juin et septembre. Nous craignons que la trajectoire attendue pour l'inflation soit encore décevante eu Europe et ne justifie des rendement plus élevés plus longtemps. A court terme, les marchés de capitaux en euros devront logiquement s'ajuster à la hausse des taux courts par une progression graduelle des rendements sur toutes les échéances. Cette phase d'ajustement devrait dès lors réduire l'écart de rendement actuellement moins favorable aux placements en euros. Cet environnement devrait pendant quelques mois soutenir une appréciation de l'euro. Nos perspectives pour le prochain trimestre sont favorables à la devise européenne contre le dollar, le franc suisse et le yen.





Immobilier titrisé injustement pénalisé par la crise bancaire

L'immobilier titrisé en Europe subit toujours les effets des tensions sur les taux d'intérêt et de l'accès au crédit. Les risques d'instabilité du système financiers provoqués par la faillite de la SVB ont à nouveau créé une incertitude dommageable à la valorisation des placements immobiliers titrisés. L'indice EPRA Nareit a chuté de -25% en deux mois, perdant tous les gains enregistrés depuis septembre 2022. L'indice retrouve son plus bas niveau, en déclin de -50% depuis août 2021.

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 prend déjà selon nous en considération une baisse des actifs détenus ainsi qu'une hausse des coûts de financement. A moins de 50% de la valeur comptable, certaines valeurs présentent des opportunités exceptionnelles malgré le contexte de hausse des coûts de financement. Le marché immobilier européen recèle désormais des opportunités d'investissement uniques.

Les actions européennes résistent aux incertitudes

La crise bancaire des dernières semaines, qui avait également affecté les indices européens et notamment son secteur bancaire, semble déjà totalement digérée par des investisseurs toujours convaincus par les fondamentaux positifs des valeurs européennes. Le rebond de l'indice Stoxx 50 lui permet de retrouver son précédent sommet de début mars, alors que le secteur bancaire est encore très en retrait (-14%), malgré un rebond tout de même significatif de +10% de son point bas du 20 mars. Les valeurs européennes disposent toujours d'un discount important par rapport aux titres américains. La valorisation de 12.3x les profits pour 2023 est ainsi inférieure au PE de 18.5x du S&P500. Elles semblent également attrayantes vis-à-vis des actions japonaises (16.5X) et font jeu égal avec les valeurs chinoises (12.1x). Le rendement du dividende moven en Europe (3.25%) est aussi séduisant et dépasse largement celui des Etats-Unis (1.7%) et du Japon (2%) notamment. Ainsi malgré une surperformance de +7% depuis le début de l'année, 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.



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

