

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



FAVORISER L'IMMOBILIER ET LES ACTIONS AU DÉTRIMENT DES OBLIGATIONS EUROPEENNES

Récession limitée en 2023. L'inflation surprend la BCE. Fin de cycle restrictif plus proche de 5%. Relance haussière des courbes de taux. Appréciation de l'euro. Valorisations attrayantes de l'immobilier titrisé et des actions européennes.

Points clés



- L'économie européenne est encore au point mort
- Le 2ème trimestre restera certainement très faible
- Les indicateurs avancés enregistrent de nouveaux déclinés
- Ménages européens moins inquiets que les industriels
- La baisse de l'inflation dépasse les attentes de la BCE
- La BCE devrait remonter ses taux directeurs jusqu'à 5%
- Les rendements obligataires doivent encore s'ajuster
- L'euro est soutenu par les différentiels de taux
- Immobilier titrisé pénalisé par un pessimisme extrême
- Les actions européennes profitent de PE et de rendements boursiers supérieurs

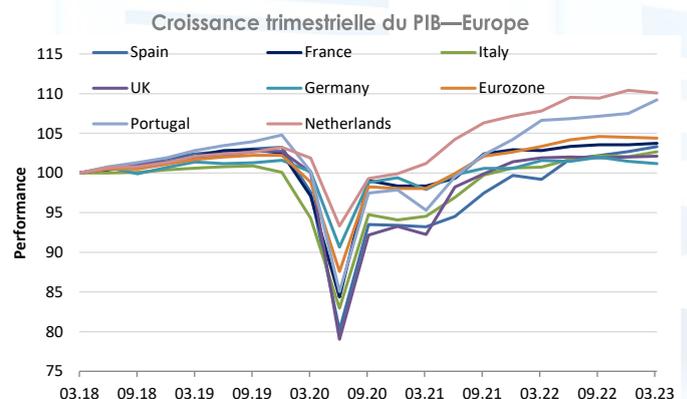
L'économie européenne est encore au point mort

L'évolution du PIB de la zone euro résiste aux vents contraires et enregistre une contraction modeste de -0.1% de son PIB au 1er trimestre 2023. Voilà maintenant plusieurs trimestres que les anticipations des économistes annoncent une récession en zone euro qui ne se concrétise toujours pas. Le ralentissement de l'activité en zone euro est pourtant clair, mais la performance de l'économie ne se dégrade pas autant que le consensus le prédisait. Force est de constater que l'économie de la zone euro a donc encore déjoué ces anticipations négatives en enregistrant un nouveau trimestre de stagnation de son PIB plutôt qu'un effondrement de la dynamique conjoncturelle. La résistance globale de l'économie semble largement due à la croissance de $+1.6\%$ des dépenses gouvernementales et aux investissements en biens d'équipements ($+0.6\%$), alors que la consommation des ménages glissait de -0.3% . Les difficultés rencontrées par les ménages sont donc bien réelles, bien que la contraction des dépenses s'avère inférieure à celle du trimestre précédent de -0.9% . Les exportations se sont très légèrement contractées de -0.1% , alors que les importations baissaient de -1.3% .

Cette stagnation du PIB de la zone euro est relativement similaire à celle de l'ensemble des pays de l'Union européenne qui enregistre une hausse de $+0.1\%$ de l'activité. 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 toutefois sous le poids de la perte de valeur de -0.3% , après une chute de -0.4% du PIB de sa principale économie désormais en récession technique. L'Allemagne enregistrait effectivement à nouveau la plus décevante performance nationale des principaux pays membres de la zone euro. L'Italie ($+0.6\%$), la Belgique ($+0.5\%$), l'Espagne ($+0.5\%$), la France ($+0.2\%$) et surtout le Portugal ($+1.6\%$), terminaient le trimestre en croissance, tandis que les Pays-Bas (-0.7%) et l'Allemagne (-0.3%) contribuaient négativement à la croissance globale.

Le 2ème trimestre restera certainement très faible

L'économie de la zone euro ne devrait pas enregistrer de croissance significative au 2ème trimestre et pourrait même s'avérer au point mort à nouveau. Nous estimons que le PIB devrait rester en très légère hausse de $+0.1\%$, lui permettant ainsi d'éviter une récession technique une nouvelle fois. Les surprises économiques ont encore été négatives au cours des derniers mois, limitant de ce fait les perspectives de croissance. La performance du 2ème trimestre pourrait tout juste être soutenue par de nouvelles dépenses publiques.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

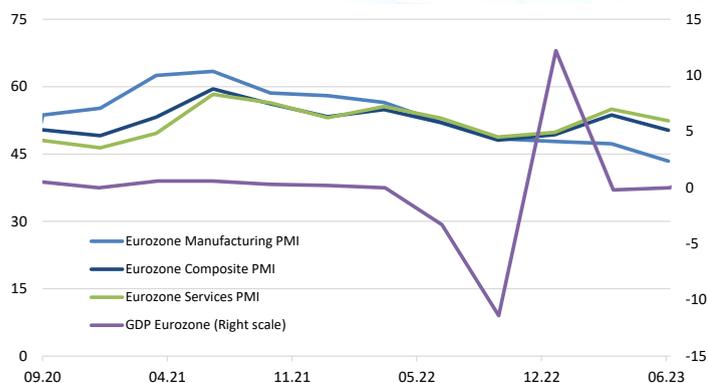
Contrairement à nos perspectives de stagnation de l'économie européenne au cours du 1er semestre, qui devraient peser sur le résultat de l'année complète, les prévisions ajustées de la BCE semblent plus optimistes. L'institution estime encore que pour l'ensemble de l'année la croissance du PIB pourrait s'approcher de +1%, sans soutien gouvernemental, les prévisions de croissance des dépenses publiques étant de 0% en 2023. Pourtant, les dépenses gouvernementales devraient selon nous s'accroître, mais elles seraient certainement compensées par une diminution des dépenses des ménages. Le secteur des services sera sans doute plus impacté par la perte de pouvoir d'achat des ménages.

La production industrielle en zone-euro s'est encore avérée très volatile au cours du 2ème trimestre avec un creux de -1.4% en mars et une très légère hausse de +0.2% en avril. Ces données mensuelles fluctuantes ne permettent pas encore de déceler une réelle tendance positive, mais le secteur montre tout de même une résilience en avril qui pourrait contribuer positivement au résultat global du trimestre en cas de reprise en mai et en juin. Notons cependant que l'essentiel de ce léger rebond d'avril tient dans le résultat positif de la France (+0.8%) et de l'Irlande (+21.5%) alors que les autres pays enregistraient des déclinés de leur production.

Les indicateurs avancés enregistrent de nouveaux déclinés

Les dernières publications des indicateurs avancés PMI pour le mois de juin n'ont pas été à la hauteur des attentes des économistes et suggèrent assez clairement un ralentissement probable dans le secteur manufacturier et une diminution de la dynamique dans les services. L'indicateur composite chute en un mois de 52.8 à 50.3 et s'affiche donc tout juste au-dessus du seuil de croissance. Ce résultat est largement soutenu par le segment des services qui résiste néanmoins difficilement en juin aux diverses pressions et glisse de 55.1 à 52.4. Les indicateurs avancés PMI manufacturiers pour la zone euro poursuivent leurs déclinés en zone de contraction de l'activité en chutant en juin de 44.8 à 43.6. Ils s'approchent de leurs plus bas niveaux atteints au plus profond de la pandémie du 1er semestre 2020. L'évolution des PMI suggère que l'économie de la zone-euro aura de la peine à enregistrer une progression au 2ème trimestre et dans les mois suivants en restant encore affectée par le niveau plus élevé des taux d'intérêt et du financement. L'évolution des principaux paramètres d'évaluation des conditions de crédit suggère aussi qu'elles se détériorent au 2ème trimestre aussi bien pour les ménages que pour les entreprises accroissant ainsi les risques d'affaiblissement de la conjoncture et de la consommation.

Indicateurs PMI et PIB zone euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

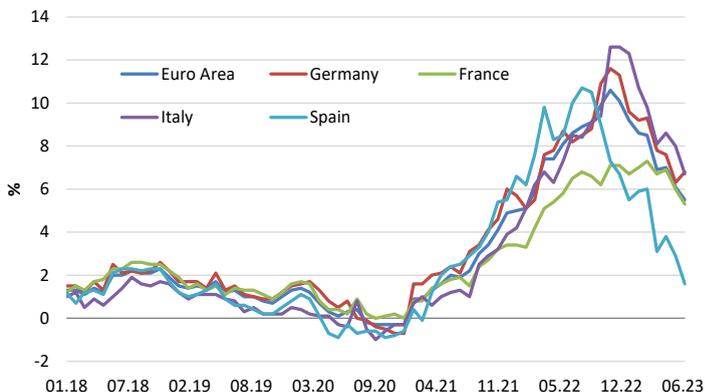
Les ménages européens sont moins inquiets que les industriels

La confiance des ménages pour le mois de juin avance et s'améliore un peu malgré l'évolution des coûts de financement et la diminution du pouvoir d'achat. L'indicateur de la Commission européenne reste toutefois encore morose avec une lecture de -16.1, bien qu'en nette reprise depuis le plus bas de septembre (-28.7). La principale préoccupation reste l'évolution des prix affectant dramatiquement le pouvoir d'achat des ménages. Ces derniers sont encore préoccupés par l'évolution du CPI malgré un déclin sensible de cette mesure depuis quelques mois et le top atteint en octobre 2022. Les indices mesurant la confiance dans l'industrie comme dans les services ont au contraire poursuivi leur déclin en juin en glissant encore au plus bas depuis octobre 2021. Ces niveaux de confiance toujours peu encourageants devraient influencer la performance économique du trimestre qui s'achève et des prochains mois, suggérant ainsi une conjoncture toujours très faible à l'orée du deuxième semestre.

La baisse de l'inflation dépasse les attentes de la BCE

L'inflation en zone euro surprend favorablement les observateurs en poursuivant son déclin en juin et en s'établissant à +5.5% sur un an, une baisse sensible par rapport au taux de +6.1% de mai, grâce à une progression réduite de +0.3% sur un mois. Elle est désormais très inférieure au niveau maximum de +10.7% atteint en octobre 2022. Après huit mois de tendance au fléchissement des prix, l'inflation reste une préoccupation essentielle des ménages, mais elle décline peut-être déjà suffisamment pour contribuer à abaisser l'incertitude des ménages. Ce mois de juin, c'est notamment du à un effet de base positif en lien avec la forte hausse qui avait été enregistrée en juin 2022 sur les prix de l'énergie et de l'alimentation qui ne s'est pas reproduite en juin 2023. Le segment énergie/alimentation contribue nettement à la diminution de l'inflation en Europe depuis plusieurs mois avec une contribution négative et un poids en sensible baisse. L'indice hors alimentation et énergie ne suit pas tout à fait la même tendance, mais surprend aussi favorablement avec une progression limitée à +5.4% sur un an grâce à une quasi stagnation de +0.1% sur un mois. Par ailleurs, les prix à la production sont encore en baisse de -3.2% selon la dernière mesure publiée et se situent désormais très en dessous également des plus hauts de l'année 2022. Cette évolution influence déjà favorablement le niveau des prix à la consommation et aura des conséquences additionnelles positives au cours des prochains mois sur le CPI. L'inflation a désormais déjà atteint l'objectif de la BCE de +5.4% pour l'ensemble de l'année, suggérant que la baisse des prix suit désormais une tendance plus rapide qu'escompté par la BCE.

Eurostat CPI—all items (Eurozone YoY)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La BCE devrait remonter ses taux directeurs jusqu'à 5%

Malgré une baisse de l'inflation à +5.4% sur un an en juin et une estimation de la BCE de +5.4% également pour l'ensemble de l'année 2023, la BCE ne semble pas prête à considérer que ce résultat est meilleur que ce qu'elle espérait. L'institution ne change pas de cap et veut encore montrer sa détermination à lutter contre l'inflation pour abaisser l'évolution des prix jusqu'à +2%. Dans cet esprit, la BCE a encore monté une nouvelle fois ses taux directeur en juin de 0.25%, 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 procédera à des évaluations des perspectives d'inflation en prenant en considération un large spectre d'informations économiques et financières pour ajuster sa politique. Les taux directeurs sont désormais à 4%, mais ils restent très en dessous encore de l'inflation annuelle.

Malgré des anticipations d'une à deux nouvelles hausses, le consensus table aujourd'hui sur une progression limitée pouvant déjà atteindre un sommet de cycle de resserrement monétaire à environ 4.5%. Nous estimons que cette éventualité est cependant improbable, à moins d'une accélération à la baisse du CPI très nette pendant l'été. Le pic du cycle devrait selon nous plutôt être proche de 5% en fin d'année, avant qu'une phase de pause ne soit ensuite décidée par la banque centrale européenne. Christine Lagarde, présidente de la BCE, a rappelé l'objectif de ramener l'inflation à 2%, ce qui ne pourra pas être obtenu par une pause prématurée à 4.5% de ses taux directeurs de notre point de vue. La BCE doit aussi compter sur des tendances nationales différentes et notamment les tensions persistantes d'inflation toujours supérieure en Allemagne. Par conséquent, nous considérons que les risques d'une poursuite du resserrement monétaire en zone euro sont sous estimés par les investisseurs. La BCE est globalement en retard sur le cycle d'inflation et malgré son discours plus affirmé elle devra donc selon nous encore ajuster plusieurs fois le niveau de ses taux directeurs avant de voir effectivement un impact suffisant se concrétiser sur les prix pour atteindre son objectif. Malgré l'évolution récente de la projection attendue de ces taux nous estimons que la BCE procédera encore à trois nouvelles hausses de taux directeurs.

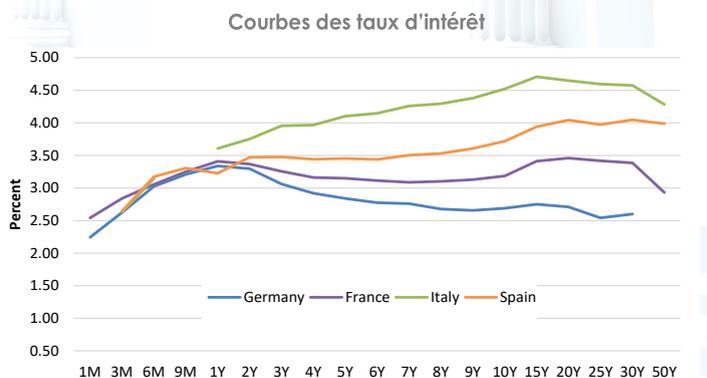
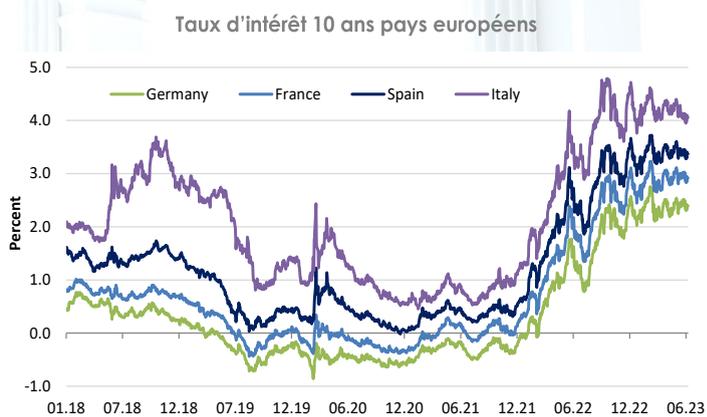
Les rendements obligataires en euros doivent encore s'ajuster

La décorrélation des taux d'intérêt entre les marchés obligataires européens et américains va se renforcer au cours des prochains mois. Alors que la politique monétaire est en phase de pause aux Etats-Unis et que les taux directeurs (5.75%) sont supérieurs à l'inflation (3.9%), en Europe, les taux de la BCE (4%) sont encore très inférieurs et devraient encore passer au-dessus de 5.5% pour être supérieurs aux taux d'inflation. Les rendements des obligations gouvernementales américaines à moyen terme (4.1%) sont aussi plus élevés que le niveau actuel d'inflation américaine. En Europe, les rendements gouvernementaux à cinq ans sont à peine de 2.6%, soit près de 300 points de base en dessous de l'indice CPI de +5.4%. Dans ce contexte, il nous semble extrêmement peu probable de voir les rendements obligataires européens se stabiliser à ces niveaux dans l'immédiat. Les rendements du gouvernement allemand à dix ans (+2.4) doivent ainsi se tendre significativement pour simplement réduire l'écart existant avec le taux d'inflation, d'autant que l'inflation allemande se situe encore à +6.8%.

Depuis le mois d'octobre 2022, les rendements à dix ans du gouvernement allemand se sont stabilisés juste en dessous de 2.5%, après une progression de 300 points de base depuis les nadirs de 2021 à -0.5%. Ce niveau de rendement nous semble clairement très insuffisant compte tenu de l'inflation et correspond à un rendement réel négatif de -1.4% à court terme et de -3% sur les rendements à dix ans.

Nous estimons que les investisseurs devraient dès lors exiger un rendement réel moins négatif voir positif, ce qui impliquerait que les rendements en euros devraient reprendre prochainement le chemin de la hausse. Dans ce contexte, une hausse de cent points de base n'est pas exclue sur toutes les échéances du gouvernement allemand, 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 risques très 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, mais dans une tendance haussière partagée. Les obligations gouvernementales italiennes (3.9%), espagnoles (3.2%), portugaises (2.9%) et grecques (3.5%) ne seront par exemple pas épargnées par l'ajustement attendu, malgré des niveaux de rendements plus élevés.

Le temps n'est plus aux stratégies de « yield pick up » mais à la gestion des risques de moins-values.

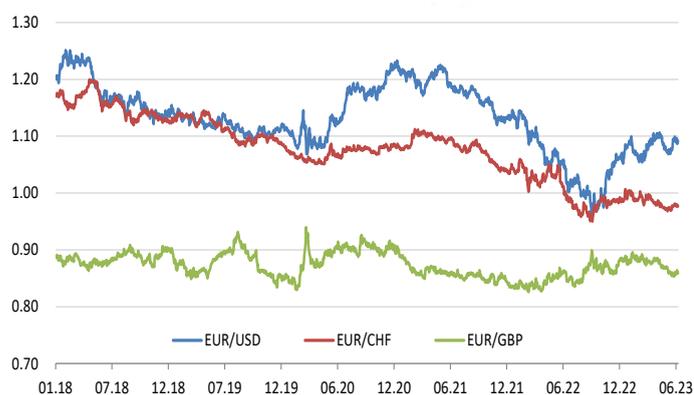


La devise européenne est soutenue par les différentiels de taux

Depuis la pause dans la politique monétaire américaine de juin et la diminution des incréments de hausse de taux de la BNS, les cycles de politiques monétaires des Etats-Unis et de la Suisse ne sont plus en phase avec l'évolution prévue de la politique de la BCE. La politique monétaire européenne poursuivra son

action restrictive en augmentant plus longtemps ses taux directeurs. Au cours des prochains mois, la BCE sera certainement l'une des 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 nous semblent favoriser un accroissement de l'écart de rendement avec les taux suisses et japonais en faveur de l'euro, ainsi qu'une diminution de celui-ci avec les taux en dollars, qui soutiendront potentiellement aussi une appréciation de la devise européenne contre ces trois devises. Cet environnement devrait pendant quelques mois soutenir une appréciation de l'euro de l'ordre de +5% contre le dollar et le franc. Nos perspectives pour le prochain trimestre sont donc favorables à la devise européenne.

Taux de change euro (USD, CHF, GBP)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Immobilier titrisé pénalisé par un pessimisme extrême

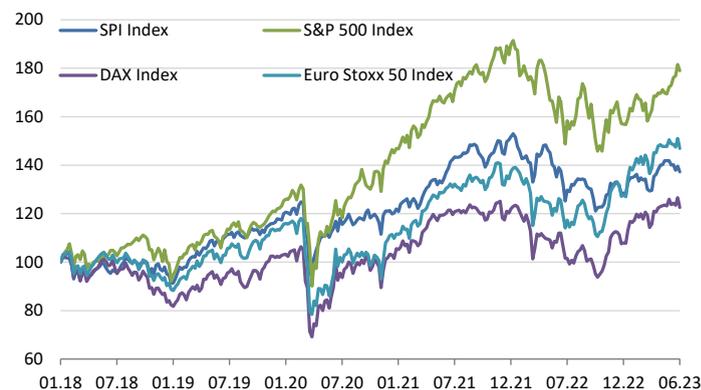
L'immobilier titrisé en Europe subit toujours les effets de l'inflation, de la politique monétaire restrictive de la BCE et des tensions induites sur les taux d'intérêt depuis près de vingt quatre mois. Les risques d'instabilité du système financiers provoqués par la faillite de la SVB ont à nouveau créé une incertitude dommageable à la valorisation des placements immobiliers titrisés en augmentant la difficulté d'accès au crédit. L'indice EPRA Nareit peine à se stabiliser après une chute de -25% entre février et mars et se situe toujours proche de son plus bas niveau, en déclin de -50% depuis août 2021. L'effondrement des cours de l'immobilier européen coté nous semble clairement excessif, même dans le contexte d'une poursuite de la hausse des taux évoquée précédemment. A moins de 50% de leur valeur comptable, certains titres ont déjà pris en compte ces risques alors que leur financement et que

leurs revenus des loyers ne sont pas réellement menacés. Le marché immobilier européen recèle donc selon nous des opportunités d'investissement rares.

Les actions européennes profitent de PE et de rendements boursiers supérieurs

Contrairement aux actifs immobiliers cotés encore pénalisés par la hausse des taux, les marchés actions européens ne s'inquiètent pas de l'évolution des coûts de financement et des facteurs d'actualisation des revenus futurs. Ils ne s'inquiètent pas non plus du réel risque de ralentissement économique qui menace la zone euro et semblent plutôt convaincus et enthousiasmés par le différentiel de valorisation encore très favorable aux actions européennes. La crise bancaire n'aura affecté que temporairement la confiance des investisseurs, qui ont depuis poussé l'indice Euro Stoxx 50 à la hausse, lui permettant de retrouver son sommet de novembre 2021 en enregistrant un gain de près de +16% depuis le début de l'année. Malgré cette progression, les valeurs européennes disposent toujours d'un discount important par rapport aux titres américains. La valorisation de 12.4x les profits pour 2023 est ainsi inférieure au PE de 20.4x du S&P500. Elles semblent également attrayantes vis-à-vis des actions japonaises (19.2X), suisses (17.2x) et font jeu égal avec les valeurs chinoises (11.9x). Le rendement du dividende moyen en Europe (3.4%) est aussi séduisant et dépasse largement celui des Etats-Unis (1.5%) et du Japon (1.8%) notamment. Malgré une légère surperformance depuis le début de l'année de deux pourcent par rapport au S&P500, les actions européennes mériteraient encore d'être privilégiées dans la perspective 2023-2024, à moins que les prochaines hausses de taux directeurs de la BCE ne finissent par perturber l'appréciation des risques et des 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: +41225959611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch