

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



RELANCE HAUSSIERE DES ACTIONS EUROPEENNES APRES UNE LONGUE CONSOLIDATION DE HUIT MOIS

Les risques de récession se précisent. Chute trop lente de l'inflation. Taux directeurs vers 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 de la zone euro évite la récession grâce à une croissance de +0.1% au T2
- Nouvelles stagnations des PIB trimestriels aux T3 et T4
- Les indicateurs avancés annoncent une récession
- Les indices de confiance chutent à nouveau
- La baisse de l'inflation reste insuffisante pour la BCE
- La BCE montera ses taux directeurs jusqu'à 5%
- Le ralentissement économique n'empêchera pas la hausse des rendements obligataires en euros
- Découplage des politiques monétaires favorable à l'euro
- Revalorisation en cours de l'immobilier titrisé
- Nouvelle hausse des actions après 8 mois de stabilité

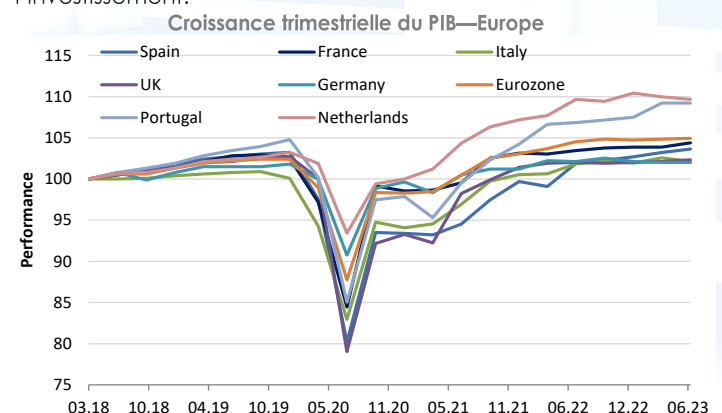
L'économie de la zone euro évite la récession grâce à une croissance de +0.1% au T2

L'évolution du PIB de la zone euro au 2ème trimestre s'inscrit exactement dans la ligne de notre prévision d'une évolution à peine positive de +0.1%. Elle s'avère toutefois sensiblement plus faible que ce qu'attendait le consensus des prévisionnistes qui tablaient sur une évolution de +0.3% du PIB. Nous annonçons un T2 très faible, mais il est tout de même intéressant de relever que la dynamique même modeste résiste aux vents contraires. Après plusieurs trimestres d'anticipations négatives des économistes qui annonçaient une récession en zone euro, leur récent optimisme se sera une nouvelle fois avéré excessif. Le ralentissement de l'activité en zone euro est pourtant clair, mais la performance de l'économie se dégrade lentement. Force est de constater que l'économie de la zone euro a donc encore déjoué les anticipations négatives en enregistrant un nouveau trimestre de relative stagnation de son PIB plutôt qu'un effondrement de la dynamique conjoncturelle. On observe globalement très peu d'activités dans toutes les composantes du PIB, la consommation des ménages enregistrerait un résultat de 0% et +0.2% sur un an, les dépenses gouvernementales stagnaient

aussi et ne progressaient que de +0.2% sur un an, la seule progression notable venait de l'investissement en biens d'équipement d'une hausse de +0.3% pour un résultat d'à peine +1.1% sur un an. Sur un an, le PIB de la zone euro a avancé de +0.5%. La baisse des exportations de -0.7% sur le trimestre a pesé sur le résultat global et constitue une source d'inquiétude. Les difficultés rencontrées par les ménages sont donc bien réelles, bien que l'évolution de leurs dépenses ait simplement stagné. Contrairement aux attentes, ce n'est finalement pas la situation en Allemagne, principal pays de la zone euro, qui est à l'origine de cette stagnation économique.

La dynamique économique allemande (0%) était nulle et c'est plutôt les contributions négatives de la Hollande (-0.3%), de l'Italie (-0.4%) ou de l'Autriche (-0.7%) qui ont tirés la performance de la zone euro à la baisse, alors que la France (+0.5%) et l'Espagne (+0.4%) parvenait à enregistrer une hausse de leurs PIB nationaux. 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 stabilité parfaite de leur PIB agrégé.

La résilience de l'économie européenne reste surprenante. Dans le contexte actuel, de sérieuses baisses du pouvoir d'achat réel sont causées par la hausse de l'inflation. L'économie européenne chancelle et s'approche d'une nouvelle zone de danger au second semestre. Nous estimons que les hausses de taux et des coûts de financement commencent seulement à affecter la consommation et l'investissement.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Nouvelles stagnations des PIB trimestriels aux T3 et T4

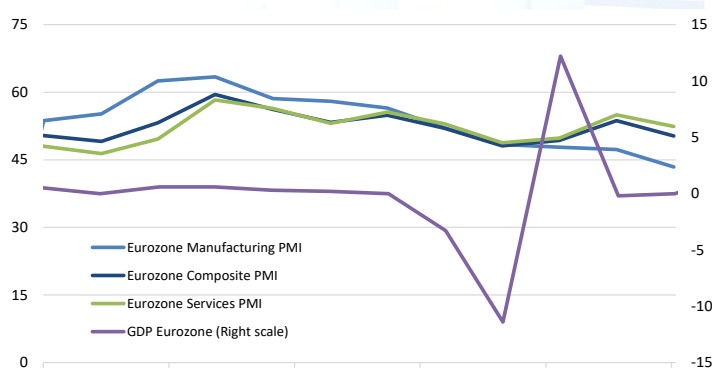
La croissance du PIB agrégé de la zone euro devrait être au mieux de 0% au cours des 3ème et 4ème trimestres. Dans cette éventualité, la croissance annuelle devrait difficilement se hisser au-delà de +0.5%. Notre prévision est aujourd'hui à peine différente de celle du début d'année, nous estimons toujours que la zone euro évitera tout juste une récession et terminera l'année sur une faible progression de son PIB de +0.3% à +0.4%. Contrairement à nos perspectives de stagnation de l'économie européenne au cours des prochains mois, qui devraient peser sur le résultat de l'année complète, les prévisions ajustées de la BCE semblent plus optimistes et certainement sujettes à déception. L'institution estime encore que pour l'ensemble de l'année, la croissance du PIB pourrait s'approcher de +0.7% après avoir longtemps estimé qu'une progression de +1% était probable. Sans soutien gouvernemental, cette prévision de croissance aura de la peine à se concrétiser. Toutefois, même si une légère hausse pouvait intervenir, nous estimons qu'elle serait certainement compensée par une diminution des dépenses des ménages. Le secteur des services sera sans doute plus impacté désormais par la perte de pouvoir d'achat des ménages.

A court terme on observe déjà un nouveau déclin de la production industrielle en zone-euro de -1.1% en juillet après une légère reprise en avril et juin. Les données mensuelles restent volatiles et ne permettent pas encore de déceler une réelle tendance, mais la hausse aura été de courte durée. Un début de trimestre à nouveau très faible qui suggère que le secteur manufacturier reste fragile et pourrait encore peser sur le PIB de la zone euro. On retrouve les mêmes tendances en début de 3ème trimestre que sur les données des PIB nationaux du T2, les productions industrielles allemandes et italiennes faiblissent, alors que celles de la France et de l'Espagne progressent.

Les indicateurs avancés annoncent une récession

Les dernières publications des indicateurs avancés PMI pour le mois d'août 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 47 à 46.7 et s'affiche donc depuis quelques mois en dessous du seuil de croissance. Ce résultat est largement soutenu par le segment des services qui résiste néanmoins difficilement en août aux diverses pressions et glisse de 48.3 à 47.9.

Indicateurs PMI et PIB zone euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'indicateur avancé PMI manufacturier pour la zone euro poursuit son déclin en zone de contraction de l'activité en chutant en août de 43.7 à 43.5. Il s'approche de son plus bas niveau atteint 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 3ème trimestre et dans les mois suivants en restant encore affectée par le niveau plus élevé des taux d'intérêt et des coûts du crédit. L'évolution des principaux paramètres d'évaluation des conditions de crédit suggère aussi qu'elles se détériorent au aussi bien pour les ménages que pour les entreprises accroissant ainsi les risques d'affaiblissement de la conjoncture et de la consommation.

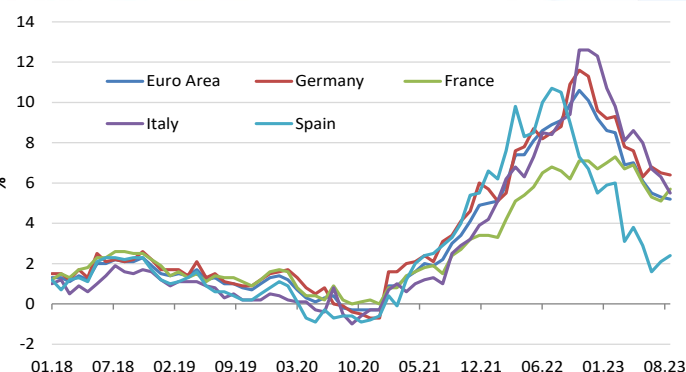
Les indices de confiance chutent à nouveau

La confiance des ménages pour le mois d'août est relativement inchangée et se stabilise après neuf mois d'amélioration 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 -16.0, 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 le top atteint en octobre 2022. Les indices mesurant la confiance dans l'industrie comme dans les services se sont un peu plus enfoncés en zone négative. Ils ont, au contraire, poursuivi leur déclin en juin en glissant encore au plus bas depuis août 2020 pour le premier et mai 2021 pour les services. Ces niveaux de confiance toujours peu encourageants devraient influencer la performance économique du 3ème et 4ème trimestre.

La baisse de l'inflation reste insuffisante pour la BCE

L'inflation en zone euro rebondit de +0.6% en août et freine ainsi la tendance à la baisse observée depuis quelques mois. Sur une base annuelle, le déclin de l'inflation est tout de même très encourageant, malgré une stabilisation à +5.3% en août. Elle est désormais très inférieure au niveau maximum de +10.7% atteint en octobre 2022. Après dix mois de tendance au fléchissement des prix, l'inflation reste malgré tout logiquement une préoccupation essentielle des ménages, mais elle décline peut-être déjà suffisamment pour contribuer à abaisser leur incertitude. Le segment énergie/alimentation avait d'abord contribué nettement la volatilité de l'indice CPI, il a aussi permis récemment la diminution de l'inflation mesurée par l'indice global. Désormais, l'indice hors alimentation et énergie enregistre une hausse identique de +5.3% et semble en phase de fléchissement de tendance.

Eurostat CPI—all items (Eurozone YoY)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Du côté des prix à la production, la situation s'est très nettement améliorée avec un dernier déclin de -0.5% en août confirmant la tendance en place de baisse des prix. Sur une base annuelle, les prix ont même chuté de -7.6% ce qui devrait apporter un peu de flexibilité aux entreprises pour ajuster leurs prix de vente à la baisse. Le très net déclin des prix à la production devrait donc avoir prochainement un effet notable sur les indices de prix à la consommation. L'inflation en zone euro reste cependant toujours trop élevée, même si les signes de ralentissement devraient contribuer à une poursuite de la baisse des pressions inflationnistes. La prévision d'inflation de la BCE pour l'ensemble de l'année fait encore état d'une progression de +5.6%. La situation actuelle est donc déjà relativement en avance sur la prévision de l'institution.

La BCE montera ses taux directeurs jusqu'à 5%

Malgré une baisse de l'inflation à +5.3% sur un an en août et une estimation de la BCE de +5.6% 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 septembre pour la dixième fois consécutive 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 procèdera 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 4.50%, mais ils restent très en dessous encore de l'inflation annuelle. Le consensus semble toujours attendre une fin prochaine du cycle de resserrement monétaire, en partie en raison des prévisions de ralentissement économique, alors qu'il escomptait déjà la fin de cycle autour de 4.5%. Pour notre part, nous estimons que cette éventualité reste cependant improbable, à moins qu'une accélération à la baisse du CPI très nette au cours des prochains mois, ce qui ne nous semble pas probable. 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.

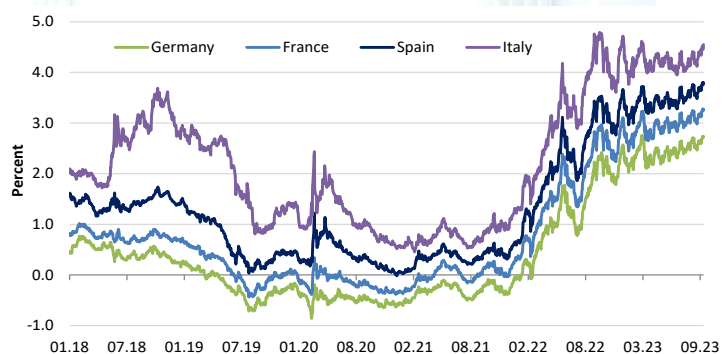
Christine Lagarde, présidente de la BCE, a rappelé l'objectif de ramener l'inflation à 2%, ce qui ne pourra pas être obtenu par une pause prématurée à 4.5% de ses taux directeurs de notre point de vue. La BCE doit aussi compter sur des tendances nationales différentes et notamment les tensions persistantes d'inflation toujours supérieures 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 procèdera encore à deux nouvelles hausses de taux directeurs pendant que la croissance économique montrera plus significativement les signes attendus de décélération.

Le ralentissement économique n'empêchera par la hausse des rendements obligataires en euros

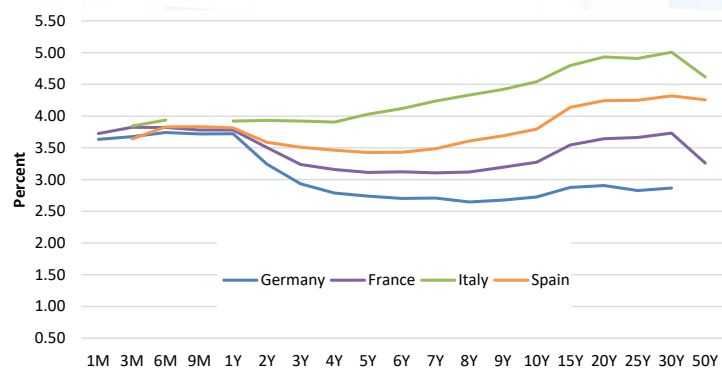
La décorrélation des taux d'intérêt entre les marchés obligataires européens et américains va se renforcer au cours des prochains mois. Alors que la politique monétaire est en phase de pause aux Etats-Unis et que les taux directeurs (5.75%) sont supérieurs à l'inflation (3.7%), en Europe, les taux de la BCE (4.5%) 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 (4.25%) sont aussi plus élevés que le niveau actuel d'inflation américaine. En Europe, les rendements gouvernementaux à dix ans sont à peine de 2.6%, soit près de 300 points de base en dessous de l'indice CPI de +5.6%. 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 (+2.6) 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 +6.1%. 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 temps n'est plus aux stratégies de « yield pick up » mais à la gestion des risques de moins-values.

Taux d'intérêt 10 ans pays européens



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Courbes des taux d'intérêt



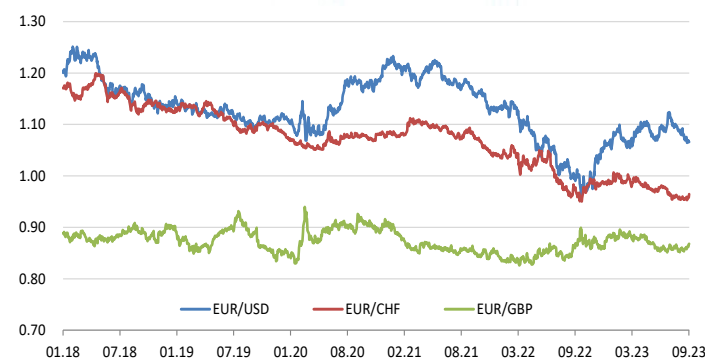
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le marché des capitaux européens présente des risques très importants qui peuvent avoir des conséquences importantes également pour les obligations gouvernementales italiennes (3.9%), espagnoles (3.2%), portugaises (2.9%) et grecques (3.5%) qui ne seront pas épargnées par l'ajustement attendu, malgré des niveaux de rendements plus élevés.

Découplage des politiques monétaires favorable à l'euro

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. 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

Revalorisation en cours de l'immobilier titrisé

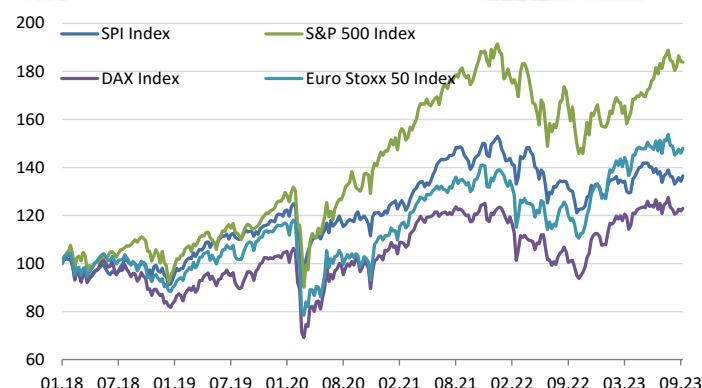
L'immobilier titrisé en Europe subit toujours les effets de l'inflation, de la politique monétaire restrictive de la BCE et des tensions induites sur les taux d'intérêt depuis deux ans. Cependant, le dernier trimestre aura enfin permis de retrouver un peu de sérénité dans l'évaluation des perspectives pour l'immobilier coté. L'indice EPRA Nareit rebondit nettement après une chute de -25% entre février et mars et présente toujours des opportunités après un effondrement des cours qui

nous semble clairement excessif, même dans le contexte d'une poursuite de la hausse des taux évoquée précédemment. A moins de 60% 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.

Nouvelle hausse des actions après huit mois de consolidation

Après huit mois de consolidation horizontale les actions européennes devraient pouvoir s'affranchir des prochaines hausses de taux et participer au mouvement de hausse des marchés actions internationaux. Les actions européennes restent intéressantes en termes de valorisation historique et relatives à leurs pairs. Elles disposent toujours d'un discount important par rapport aux titres américains. La valorisation de 12x les profits pour 2024 est ainsi inférieure au PE de 20.3x du S&P500. Elles semblent également attrayantes vis-à-vis des actions japonaises (18.8X), suisses (17x) et font jeu égal avec les valeurs chinoises (12.3x). 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. Désormais en sous-performance depuis le début de l'année de 5% 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: +41 22 59 59 611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch