ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond — Associé & CIO

LA CHUTE SURPRISE DE L'INFLATION EN ZONE EURO REDISTRIBUE LES CARTES

Entrée en récession au 4ème trimestre. Déclin plus rapide de l'inflation qu'attendu. Nouveau paradigme pour la politique de la BCE et pour les rendements obligataires en euros. Contexte favorable pour l'immobilier titrisé et les actions.

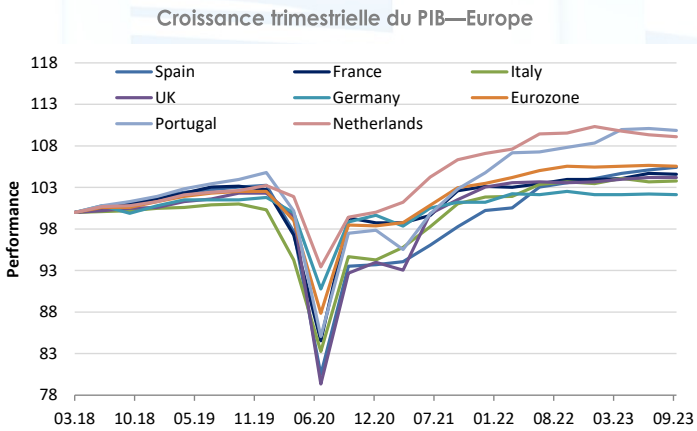
Points clés

- Le PIB de la zone euro glisse finalement en territoire négatif au 3ème trimestre
- Récession technique attendue au 4ème trimestre 2023
- Les indicateurs avancés pointent vers une chute de l'activité
- Stabilisation à bas niveau des indices de confiance
- Déclin plus rapide et surprenant de l'inflation
- La chute de l'inflation est une aubaine pour la BCE
- Nouveau paradigme pour les marchés obligataires européens
- L'écrasement des rendements affecte l'euro
- Revalorisation rapide de l'immobilier titrisé
- Contexte favorable pour les actions européennes

Le PIB de la zone euro glisse finalement en territoire négatif

L'évolution du PIB de la zone euro au 3ème trimestre fait un pas de plus vers une récession probable au 2ème semestre en enregistrant une décroissance de –0.1%, qui devrait être suivie au 4ème trimestre par une nouvelle contraction de son PIB de –0.2%. L'économie de la zone euro est donc plus que jamais proche d'enregistrer deux trimestres consécutifs de décroissance, après avoir longtemps déjoué les pronostics plus pessimistes annonçant déjà pour le début 2023 un effondrement de sa dynamique. Après avoir bien résisté aux vents contraires en début d'année, la conjoncture européenne montre désormais la faiblesse attendue de longue date. Le ralentissement de l'activité en zone euro se concrétise donc très progressivement et dans une résilience qui continue de surprendre. On observe globalement peu d'activités dans toutes les composantes du PIB, mais la consommation des ménages a plutôt été surprise par une croissance nouvelle de +0.3% sur le trimestre, tout comme la hausse des dépenses publiques de +0.3%. C'est finalement l'impact du commerce extérieur qui semble avoir tiré légèrement en territoire négatif l'évolution du PIB par une diminution de –1.1% des exportations.

Sur un an, le PIB de la zone euro est désormais stable après avoir tout de même progressé de +0.5% sur un an au trimestre précédent. Les difficultés rencontrées par les ménages sont pourtant bien réelles, mais ceux-ci ont trouvé les ressources pour augmenter leur niveau de consommation au cours du trimestre. Contrairement aux anticipations, ce n'est finalement pas la situation en Allemagne, principal pays de la zone euro, qui est seule à l'origine de ce résultat trimestriel négatif. En effet, en comparaison régionale, les principaux pays européens ont suivi des dynamiques similaires avec une contraction limitée de seulement –0.1% en France et en Allemagne, alors que les Pays-Bas et le Portugal enregistraient un déclin à peine plus marqué de –0.2%. L'Espagne (+0.3%) et l'Italie (+0.1%) semblaient résister un peu mieux et ont ainsi soutenu la performance globale. Par ailleurs, cette contraction 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 dans une disparité pourtant plus nette de leurs performances nationales respectives. Le spectre des résultats nationaux voit l'Irlande enregistrer une forte contraction de son PIB (-1.9%), tandis que Malte (+2.4%) et la Pologne (+1.5%) poursuivent une dynamique positive déjà enregistrée au cours des précédents trimestres. La résilience de l'économie européenne reste surprenante dans le contexte actuel marqué par de sérieuses baisses du pouvoir d'achat réel et une hausse des coûts de financement. L'économie européenne chancelle et devrait entrer en récession en fin d'année 2023.



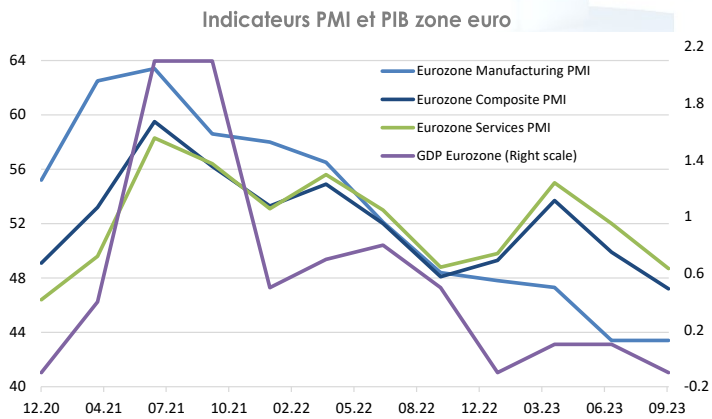
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Récession technique attendue au 4ème trimestre 2023

La croissance du PIB agrégé de la zone euro devrait être au mieux de –0.1% au cours du 4ème trimestre, ce qui constituera le point de bascule suffisant pour enregistrer une récession technique caractérisée par deux trimestres consécutifs de contraction du PIB. Dans cette éventualité, la croissance sur l'ensemble de l'année 2023 devrait difficilement se hisser au-delà de +0.5% en fin d'année. Notre prévision est aujourd'hui à peine différente de celle du début d'année, nous estimons toujours que la zone euro terminera l'année sur une faible progression de son PIB de +0.3% à +0.4%. Contrairement à nos perspectives de récession extrêmement modérée de l'économie européenne au 2ème semestre, qui devraient peser sur le résultat de l'année complète, les prévisions actuelles de la BCE semblent plus optimistes. La prévision de la BCE de +0.6% en 2023 sera certainement sujette à déception. L'institution réduit régulièrement ses prévisions de croissance du PIB 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 des dépenses publiques pouvait encore 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. En début de 4ème trimestre, on observait encore un nouveau déclin de la production industrielle en zone-euro de –0.7% (octobre) qui représentait une contraction de –6.6% de la production sur un an. Les données mensuelles restent volatiles, mais cette chute s'avère être la plus forte observée depuis très longtemps, à l'exception de celle constatée en mars et en avril 2020 au début de la pandémie de Covid. Il s'agit donc d'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.

Les indicateurs avancés pointent vers une chute de l'activité

Les dernières publications des indicateurs avancés PMI pour le mois de décembre annoncent plus que jamais un risque très élevé de récession. Sans enregistrer de réels effondrements, les indicateurs manufacturiers et des services restent en tendances négatives, très en dessous des seuils de croissance. Ils suggèrent assez clairement un ralentissement dans le secteur manufacturier et une poursuite du fléchissement dans les services. L'indicateur composite chute donc encore en un mois de 47.6 à 46 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 décembre aux diverses pressions et glisse de 48.7 à 48.1.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

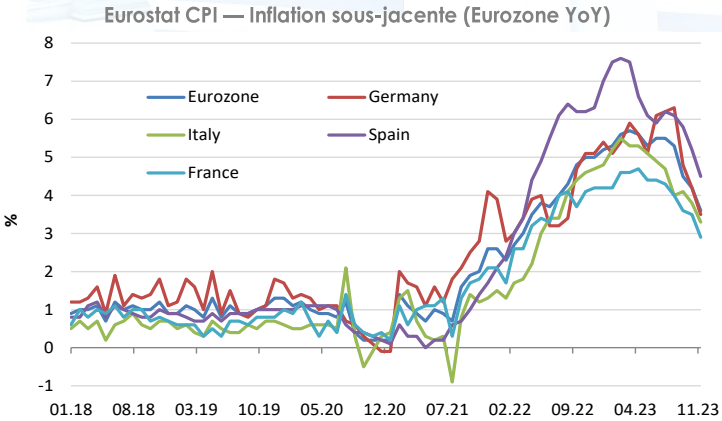
L'indicateur avancé PMI manufacturier pour la zone euro avait atteint un point bas déjà en juillet (42.7) avant de se reprendre légèrement ensuite, mais il reste en décembre toujours dans une zone inquiétante avec une lecture pessimiste de 44.2, très en dessous du seuil de croissance de 50. L'évolution des PMI suggère que l'économie de la zone-euro aura de la peine à enregistrer une progression au 4ème 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 détérioraient aussi bien pour les ménages que pour les entreprises, accroissant ainsi les risques d'affaiblissement de la conjoncture et de la consommation. Cela dit, les derniers développements positifs observés depuis le mois de novembre sur le front de l'inflation et des taux d'intérêt pourraient tempérer les estimations négatives de chute de la demande et soutenir également un rebond des indicateurs avancés au cours des prochaines semaines.

Stabilisation à bas niveau des indices de confiance

La confiance des ménages pour le mois de décembre s'est un peu améliorée, certainement à la lumière de meilleures statistiques en matière d'inflation et sans doute également grâce à la baisse des tensions sur les taux d'intérêt, mais elle reste relativement morose en comparaison historique. L'indicateur de la Commission européenne reste toutefois encore inquiétant, malgré une relative stabilisation autour de –16, 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 semblent déjà regarder un peu plus loin en prenant en considération les perspectives positives de changement de politique monétaire en 2024. Il est encore bien trop tôt pour observer un réel changement positif dans le degré de confiance de l'ensemble des agents économiques, mais le déclin récent plus marqué de l'inflation va contribuer à une prochaine amélioration du sentiment.

Déclin plus rapide et surprenant de l'inflation

L'inflation en zone euro chute de –0.6% en novembre grâce à un déclin quasi généralisé de l'ensemble des composantes. Sur une base annuelle, le CPI n'est désormais plus qu'en hausse de +2.4% après avoir atteint un maximum de +10.7% en octobre 2022 et s'approche plus rapidement qu'attendu de l'objectif de +2% de la BCE. Hors alimentation et énergie, l'indice décline plus lentement et se situe encore à +3.6 (+4.2% en octobre).



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les pressions inflationnistes se sont très nettement affaiblies en novembre avec comme signe particulièrement encourageant, un déclin sensible dans le segment des services, qui reste le plus lent à s'ajuster. Du coté des prix à la production, la situation s'est très nettement améliorée en 2023, même si en octobre on observe une légère progression mensuelle de +0.2%. Sur une base annuelle en effet, les prix ont même chuté de –9.4%, 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 devrait encore fléchir, notamment avec la confirmation du ralentissement conjoncturel attendu. La prévision d'inflation de la BCE pour l'ensemble de l'année fait encore état d'une progression de +5.4%. La situation actuelle est donc déjà relativement en avance sur la prévision de l'institution. Le CPI pourrait rapidement atteindre le seuil de 2% en début d'année 2024, tandis que l'inflation de base prendra sans doute encore un peu plus de temps pour s'en approcher.

La chute inattendue de l'inflation est une aubaine pour la BCE

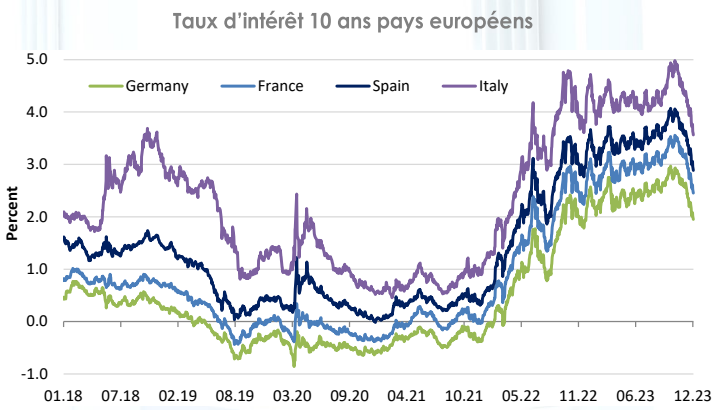
La BCE ne s'attendait pas à une aussi bonne surprise à la rentrée de la pause estivale. Elle peut désormais envisager son action avec un peu plus de tranquillité grâce à une accélération à la baisse des indices de prix plus rapide qu'escomptée. Il n'y a que quelques semaines, l'institution montrait encore clairement sa détermination à lutter contre l'inflation pour abaisser l'évolution des prix jusqu'à +2%. Dans cet esprit, la BCE avait encore monté une nouvelle fois ses taux directeur en septembre pour la dixième fois consécutive de +0.25% à 4.5%, 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 soulignait 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 confirmait qu'elle procèderait à des évaluations des perspectives d'inflation en prenant en considération un large spectre d'informations économiques et financières pour ajuster sa politique. En cette fin d'année, quelques statistiques conjoncturelles pointant plus nettement sur une récession et une chute plus rapide de l'inflation concourent à changer très sensiblement l'appréciation de la situation de la BCE. En effet, il faut souligner que les taux directeurs sont désormais depuis peu à nouveau supérieurs à l'inflation globale (+2.4%) et à l'inflation de base (+3.6%). Cette nouvelle situation présentant un écart de plus de 200 pdb entre le CPI et les taux directeurs nous semble devoir s'ajuster par un changement prochain de politique monétaire.

Nous estimions, avant la chute surprise de l'inflation des dernières semaines, que les conditions d'un assouplissement monétaire de la BCE n'étaient pas encore réunies et même envisageables dans un horizon temps proche. Désormais, il est probable qu'après la chute plus rapide de l'inflation, la BCE s'abstienne de nouvelles hausses et que par conséquent le pic du cycle de hausse de taux ait probablement déjà été atteint en septembre. La BCE restera concernée dans les prochains mois par la lenteur des ajustements observés dans le secteur des services et devrait plutôt favoriser une approche prudente caractérisée par une stabilisation de son action. Les signes croissants de ralentissement économiques pourraient aussi très vite soutenir de nouvelles anticipations de renversement de tendance de politique monétaire et de baisse de taux directeurs dès le 2ème trimestre 2024.

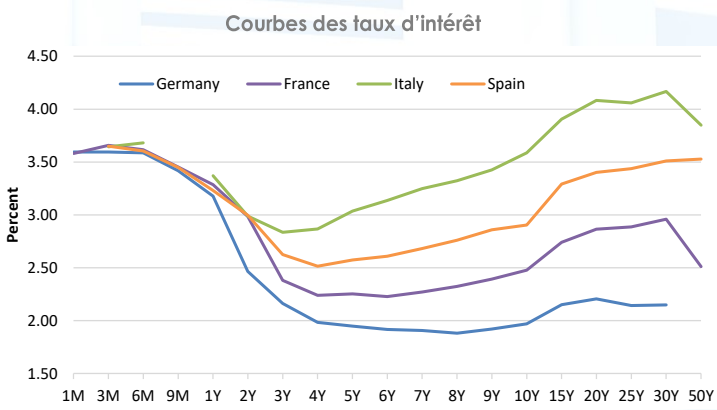
Nouveau paradigme pour les marchés obligataires européens

La baisse plus rapide qu'escomptée de l'inflation en Europe a développé des effets majeurs sur les anticipations des investisseurs en matière de taux directeurs et de taux de marché. En ce qui concerne les taux directeurs, le consensus estime déjà que la BCE devra ajuster ses taux à 3.75% à la fin mars, ce qui implique une baisse de 75 pdb des taux directeurs au cours des trois premiers mois de 2024. Cette anticipation nous semble particulièrement agressive même en considérant une poursuite de la baisse de l'inflation à un rythme soutenu. À moins d'une récession nettement plus sévère que celle envisagée, la BCE ne devrait pas s'engager dans un changement radical de politique monétaire aussi rapidement en 2024. En ce qui concerne les rendements obligataires à moyen et long terme, la chute extrêmement rapide qui s'est mise en place a ajusté les taux à dix ans du Bund allemand de 3% en octobre, à moins de 2% à ce jour. Une chute de 100 pdb, soit de 33% des rendements obligataires à dix ans a ainsi replacé les taux européens où ils se situaient en juin 2022.

Cet ajustement qui s'est également opéré sur de nombreux autres segments de marchés peut sembler désormais excessif même s'il est soutenu par une tendance baissière de l'inflation et par des risques de récession. Il est intéressant de noter que dans ce contexte nouveau, les rendements réels se sont ajusté en quelques semaines grâce à un déclin plus fort de l'inflation. Les taux réels à dix ans ont ainsi passé de –3% à –0.4%. Dans ce contexte, la courbe de taux s'est fortement inversée annonçant plus logiquement désormais des risques accrus de récession pendant l'hiver 2023-2024. La tendance baissière semble bien en place, mais compte tenu de l'amplitude des fluctuations observées en quelques semaines seulement, nous estimons que le potentiel de plus-values est désormais réduit, dans l'éventualité d'une récession modérée.



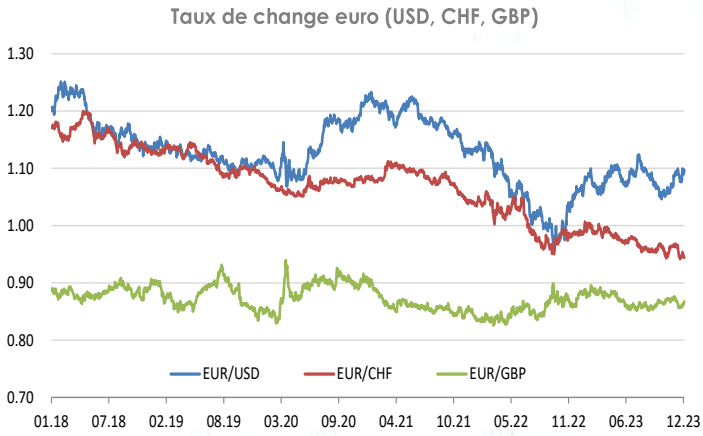
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'écrasement des rendements affecte l'euro

La BCE semblait devoir être encore l'une des plus restrictives des principales banques centrales au 4ème trimestre, mais l'évolution récente de l'inflation à redistribué les cartes. Elle a finalement rejoint le groupe des banquiers centraux qui ont adopté une attitude attentiste. L'évolution des attentes des investisseurs en matière de rendements obligataires a aussi dramatiquement changé, de telle sortes que désormais, si les taux courts sont en défaveur de l'euro vis-à-vis du dollar par exemple, c'est encore plus le cas des taux à dix ans dont le différentiel s'est accru au cours des dernières semaines de 200 pdb à 225 pdb en faveur du dollar. L'écart de rendement avec les taux à dix ans suisses s'est de son coté contracté de 180 pdb à 130 pdb, mais il reste en faveur de l'euro. Cet environnement devrait pendant quelques mois soutenir une légère appréciation de l'euro contre le franc. A contrario, la devise européenne devrait s'affaiblir légèrement contre le dollar.



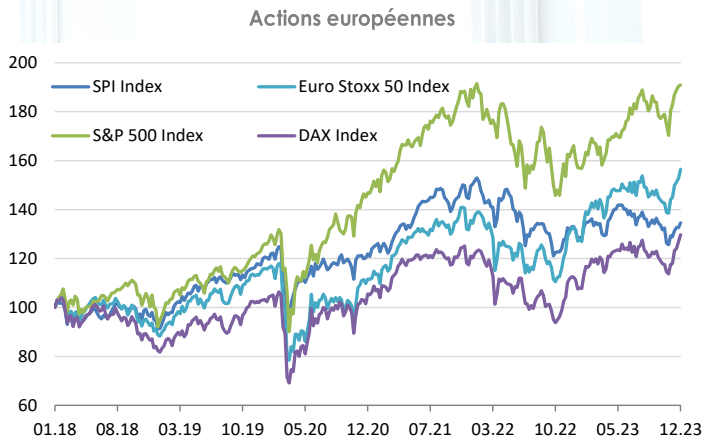
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Revalorisation rapide de l'immobilier titrisé

L'immobilier titrisé en Europe s'est enfin affranchit ces dernières semaines de l'influence négative de l'inflation, de la politique monétaire restrictive de la BCE et des tensions induites sur les taux d'intérêt depuis deux ans. L'accélération à la baisse de l'inflation en novembre, la chute généralisée des taux d'intérêt, la fin probable du cycle de resserrement monétaire de la BCE, ont permis une revalorisation des perspectives pours les valeurs immobilières cotées. L'indice EPRA Nareit a profité de ce nouveau paradigme plus favorable pour rebondir nettement de ses points bas d'octobre. Nous évoquions dans notre dernière analyse hebdomadaire consacrée à l'immobilier titrisé que l'effondrement des cours du 1er trimestre 2023 nous semblait clairement excessif, alors même qu'il offrait des opportunités de repositionnement sur des sociétés immobilières se traitant à moins de 60% de leur valeur comptable. Nous indiquions alors que le marché immobilier européen recélait des opportunités d'investissement rares à considérer. La hausse récente de +34% n'est donc pas une surprise. Elle repositionne l'immobilier titrisé européen où il se trouvait à la fin janvier avec une hausse YTD de +14%. Le rendement moyen à douze mois de l'indice EPRA Nareit Eurozone reste très attrayant à 5.98% et soutient les perspectives favorables pour cette classe d'actifs dont le cours par rapport à la valeur d'actifs net est d'à peine 63%.

Contexte favorable pour les actions européennes

Les actions européennes ont logiquement pris en considération les aspects extrêmement positifs de la baisse des taux et ont pu reprendre leur hausse conformément à nos attentes. Après un déclin de trois mois et d'environ –10%, les valeurs européennes ont en effet profité de la baisse des taux depuis le début du mois de novembre. La progression de +13% a poussé les valeurs du SX5E au plus haut de l'année au-delà de 4'500 points. En hausse désormais de +20% YTD, 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 12.7x les profits pour 2024 est ainsi inférieure au PE de 21.2x du S&P500. Elles semblent également attrayantes vis-à-vis des actions japonaises (20X), suisses (18.4x) et font jeu égal avec les valeurs chinoises (11.7x). Le rendement du dividende moyen en Europe (3.1%) est aussi séduisant et dépasse largement celui des Etats-Unis (1.5%) et du Japon (1.8%). Les actions européennes mériteraient encore d'être privilégiées dans la perspective 2024.



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 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