

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond — Associé & CIO



## PERSPECTIVES POSITIVES POUR L'EURO ET LES PRINCIPAUX ACTIFS EUROPEENS

Stagnation du PIB en début 2024. La stagflation s'installe malgré le déclin net de l'inflation. Politique monétaire moins restrictive dès juin. Les taux longs peuvent chuter de 50 pbb. Perspectives positives pour l'euro, l'immobilier titrisé et les actions.

### Points clés



- Stagnation du PIB de la zone euro
- La stagflation s'installe en début 2024
- Les indicateurs avancés restent très incertains
- Légère amélioration de la confiance et du sentiment
- La baisse de l'inflation perd du momentum
- Changement prochain de politique monétaire
- Perspectives positives pour les marchés obligataires
- Spreads d'inflation et de taux favorables à l'euro
- L'immobilier titrisé va bénéficier de la baisse de taux
- Contexte favorable pour les actions européennes
- Nouvelle hausse pour les actions européennes

### Stagnation du PIB de la zone euro

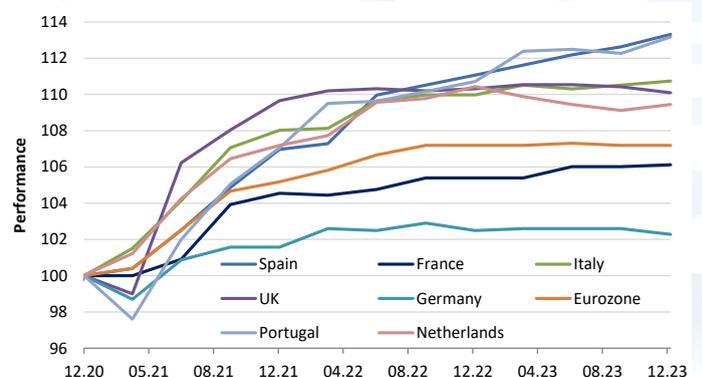
Au 4ème trimestre 2023, le PIB de la zone euro a enregistré une stabilité totale de son PIB (0%) qui lui évite une entrée en récession technique après la baisse de -0.1% du 3ème trimestre. L'économie européenne déjoue une nouvelle fois de justesse les pronostics d'une récession au 2ème semestre grâce à cette stagnation trimestrielle du PIB en fin d'année. La récession annoncée par le consensus depuis le début de l'année 2023 ne se matérialise toujours pas, l'économie européenne résistant encore un peu plus aux vents contraires qui auraient pu déjà développer des effets plus nets en début d'année. Cela dit, la conjoncture européenne reste toujours extrêmement faible comme le démontre l'absence de croissance sur l'ensemble de l'année 2023 qui se traduit par une progression à peine visible de +0.1% du PIB sur un an.

On observe globalement peu d'activité dans toutes les composantes du PIB, mais c'est essentiellement la très faible croissance de la consommation des ménages (+0.1%) qui diminue encore au 4ème trimestre et qui affecte le PIB. Alors que la croissance de la consommation se réduit et approche de zéro, les dépenses publiques soutiennent le PIB grâce à une hausse de +0.6%, deux fois plus importante que celle enregistrée au trimestre précédent (+0.3%). La composante

investissement et dépenses en capital fixe a notamment surpris par une hausse de +1% à l'inverse de la contraction attendue par les experts. En termes de contribution, le changement des inventaires (-0.1%) et les importations (-0.3%) ont compensé les légères contributions positives des dépenses gouvernementales (+0.1%) et celles des investissements fixes (+0.2%).

Au cours des derniers mois, l'évolution négative du PIB allemand (-0.3%) a été l'une des plus fortes contributions négatives nationale. Parmi les principaux pays de la zone, le Portugal (+0.8%) et l'Espagne montrent la plus forte dynamique (+0.6%), nettement en avance sur la croissance des Pays-Bas (+0.3%), de l'Italie (+0.2%) ou de la France (+0.1%). La résilience de l'économie européenne peut être considérée comme surprenante dans le contexte actuel, toujours marqué par un pouvoir d'achat réel grignoté par l'inflation et des coûts de financement plus élevés qu'en début d'année, mais qui se sont toutefois stabilisés en dessous de leurs plus hauts niveaux du 3ème trimestre. L'économie européenne plie mais ne rompt pas. Le premier trimestre 2024 n'est pas non plus attendu en amélioration, ce qui suggère plutôt que l'économie de la zone euro expérimente une phase de stagflation marquée par une absence de croissance et une inflation en net déclin mais toujours au-dessus de l'objectif de la BCE. La croissance en 2023 de la zone euro a donc été tout juste positive et s'est avérée très inférieure à la prévision de la BCE d'une hausse de +0.6%.

Croissance trimestrielle du PIB — Europe



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

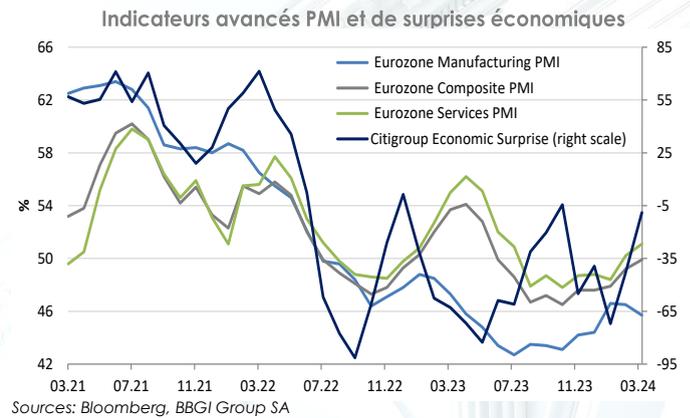
Nous attendions de notre côté une baisse de  $-0.1\%$  et une récession très modérée qui devait permettre une croissance légère sur un an de  $+0.2\%$ , bien moins optimiste que celle de la BCE. De fait, la dynamique européenne est en réalité au point mort, ce qui peut déjà constituer un certain succès dans le contexte qui a prévalu pendant toute l'année tant sur le front de l'inflation que sur celui des taux d'intérêt et des coûts de financement des dépenses/investissements des ménages et des entreprises.

### La stagflation s'installe en zone euro en début 2024

La prévision de la banque centrale européenne pour la croissance du PIB en 2024 est de  $+0.6\%$ , mais l'essentiel de celle-ci devrait plutôt intervenir en seconde partie d'année car nos propres prévisions ne font état que d'une progression possible de  $+0.1\%$  à peine au 1er trimestre 2024, pour une hausse potentielle sur l'ensemble de l'année de  $+0.4\%$ . L'économie européenne devrait selon nous rester relativement faible un à deux trimestres de plus qui marqueront une phase de dix-huit mois environ de stagflation. Au cours des prochains mois, la demande intérieure sera particulièrement faible et marquée par un déclin de la consommation privée qui pourrait être compensé par des dépenses publiques un peu plus importantes. Le soutien des dépenses gouvernementales sera essentiel pour éviter un déclin plus marqué du PIB. Notre scénario central pour le premier semestre est toujours celui d'un ralentissement de la dynamique de la consommation et d'un PIB flirtant toujours avec une récession technique qui devrait être extrêmement modérée. Les craintes d'une récession ne nous semblent pas devoir être exagérées, d'autant que dans le contexte présent il nous semble désormais très probable de voir la BCE changer sa politique monétaire dans un horizon temps proche de trois mois. Les statistiques économiques de janvier et février disponibles semblent confirmer la faiblesse attendue de la conjoncture. La production industrielle (CVSM) enregistre un déclin de  $-3.2\%$  (janvier) plus sévère qu'attendu, par exemple. La production industrielle ex construction repasse nettement en territoire négatif ( $-6.7\%$ ) après avoir temporairement enregistré une petite croissance de  $+0.2\%$  en décembre. Les données mensuelles restent volatiles, mais cette chute s'avère être l'une des plus fortes observées 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 restent très incertains

Les dernières publications des indicateurs avancés PMI pour le mois de mars annoncent encore une faiblesse conjoncturelle toujours liée à des conditions difficiles dans le secteur manufacturier. L'indicateur PMI manufacturier glisse une nouvelle fois plus bas après avoir pourtant enregistré une reprise en début d'année. A 45.7, le PMI manufacturier reste très en dessous de son seuil de croissance de 50, qu'il avait quitté en juin 2022, il y a déjà près de deux ans. Les conditions sont très différentes pour le secteur des services, qui est à nouveau au-dessus de 50 et qui suggère une reprise probable de l'activité, ce qui permettra à l'indicateur global de s'améliorer aussi. L'indicateur composite reste malgré tout en dessous du seuil de croissance. L'évolution des PMI suggère que l'économie de la zone euro aura de la peine à enregistrer une progression au 1er trimestre et dans les mois suivants en restant encore affectée par un niveau de taux d'intérêt et des coûts du crédit pénalisant le sentiment des ménages et des entreprises.



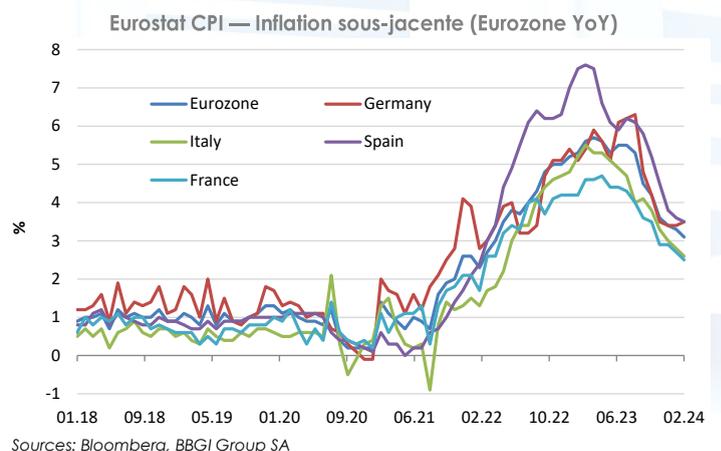
L'évolution des principaux paramètres d'évaluation des conditions de crédit suggère aussi qu'elles se détérioraient aussi bien pour les ménages que pour les entreprises, accroissant ainsi les risques d'affaiblissement de la conjoncture et de la consommation. Cela dit, les derniers développements positifs 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. Mais en attendant d'observer ces évolutions, les ménages ne peuvent encore pas se réjouir en observant le taux de financement hypothécaire qui malgré une petite baisse à  $4.15\%$ , reste pratiquement à son plus haut ( $4.35\%$ ) de l'année 2023 et donc en très nette progression depuis le niveau de  $1.5\%$  qui prévalait encore en début 2022.

### Légère amélioration de la confiance et du sentiment

La confiance des ménages pour le mois de mars s'est stabilisée à son plus haut niveau depuis février 2022 suggérant peut-être une meilleure appréciation de la situation. Mais en comparaison historique, la confiance mesurée par la Commission européenne reste toujours très en dessous de ce qu'elle était avant la crise sanitaire et de sa moyenne à long terme.

### La baisse de l'inflation perd du momentum

L'inflation en zone euro s'établit à  $+0.6\%$  en février. Toutes les composantes sont en légère progression. L'évolution des prix en février est moins réjouissante qu'en janvier, mais elle permet tout de même à l'indice global de tomber à  $+2.6\%$  sur un an. La chute de l'indice CPI est désormais tout à fait réjouissante et spectaculaire en relation avec le niveau de  $+10.6\%$  qui avait été atteint en octobre 2022.



Les pressions inflationnistes se sont ainsi très nettement affaiblies au cours des quatre derniers mois de l'année 2023, renforçant les attentes d'une poursuite de la tendance baissière en 2024. Le déclin à +2.6% sur un an rapproche l'inflation de l'objectif de la banque centrale de +2%, ce qui lui permettra certainement d'envisager plus rapidement un assouplissement de ses conditions monétaires. L'inflation de base est encore un peu en retard sur la tendance globale et s'affiche un peu en dessous avec un taux de croissance de +3.1%. Mais du côté des prix à la production, la situation s'est accélérée et très nettement améliorée. Après avoir atteint un pic à +43% en août 2022, la déflation est désormais clairement en place. Les indices enregistrent un dixième mois de contraction des prix, qui ont baissé en janvier de -8.6% sur un an. Cette évolution 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 aussi continuer d'affecter positivement les indices de prix à la consommation.

L'inflation en zone euro devrait donc encore fléchir, notamment avec la poursuite du ralentissement conjoncturel actuel. La prévision d'inflation de la BCE pour l'ensemble de l'année a été très nettement abaissée de +5.4% à +2.3%, finalement assez près du niveau actuel de +2.6%. La situation actuelle est donc déjà relativement bien engagée vers l'objectif annuel et sur la prévision de l'institution. Le CPI pourrait dès lors 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.

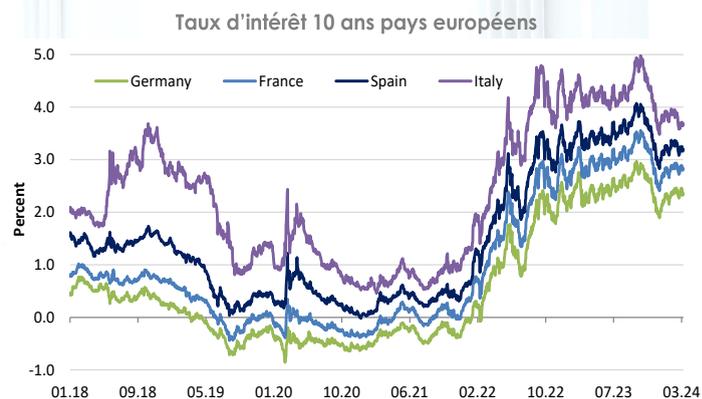
### Changement prochain de politique monétaire de la BCE

La BCE ne s'attendait certainement pas à une aussi bonne surprise en fin d'année 2023, car elle avait plutôt eu une politique extrêmement mesurée de lutte contre l'inflation dès 2022 en ne montant ses taux directeurs que très progressivement. Alors que la Fed ou la BNS par exemple adoptaient des politiques monétaires réellement restrictives en faisant progresser leurs taux directeurs plus vite en les rapprochant des niveaux d'inflation, la BCE a adopté une politique beaucoup moins volontariste. Bien que les différentiels d'inflation bondissaient de manière spectaculaire avec la Suisse, les écarts de rendements ne progressaient que très lentement et dans une bien moindre mesure. La BCE aura finalement eu beaucoup de chance en pouvant compter sur un effondrement de l'inflation en zone euro sans qu'elle n'ait dû adopter une politique très restrictive. L'inflation est désormais très inférieure aux taux directeurs (4.5%), quelle que soit la mesure considérée. Elle peut donc désormais envisager son action avec un peu plus de tranquillité grâce à cette accélération à la baisse des indices de prix et à un différentiel de pratiquement 200 pnb entre le CPI et les taux directeurs. La BCE restera aussi très attentive à l'évolution des salaires qui ont heureusement aussi montré une diminution des tensions conforme à ses attentes. La croissance des salaires a en effet chuté de +6% en décembre 2022 à +3.4%.

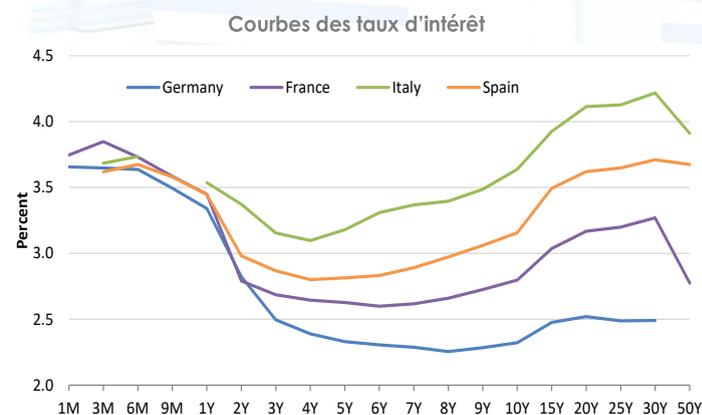
Depuis que ce nouvel environnement s'est concrétisé, nous considérons que la BCE laissera une période intermédiaire de stabilisation des taux directeurs de plusieurs mois, mais qu'en juin 2024, elle pourra enfin débiter un programme de normalisation de sa politique impliquant une réduction progressive de ses taux directeurs. Le pic du cycle de hausse de taux a donc bien été atteint en septembre 2023, une première baisse de 0.25% pourra donc intervenir neuf mois plus tard en juin 2024, selon notre appréciation.

### Perspectives positives pour les marchés obligataires européens

La baisse plus rapide qu'escomptée de l'inflation en Europe en fin d'année 2023 a rapidement développé des effets majeurs sur les anticipations des investisseurs en matière de taux directeurs et de taux de marché pour 2024. En ce qui concerne les taux directeurs, le consensus estimait alors que la BCE devrait ajuster rapidement ses taux à la baisse dans le courant du 1er trimestre 2024, de l'ordre de 75 pnb. Cette anticipation nous semblait particulièrement agressive, même en considérant une poursuite de la baisse de l'inflation à un rythme soutenu et une éventuelle récession marquée pendant l'hiver. Nos perspectives n'envisageaient pas de tels développements, ni sur le plan économique, ni sur le front de politique monétaire. Nos anticipations de ralentissement conjoncturel font toujours état d'un tassement de l'activité et d'une stagnation de la croissance en lieu et place d'une récession marquée. Au cours du 1er trimestre, la baisse de l'inflation s'est poursuivie, mais à un rythme inférieur. Dans ce contexte, les anticipations pour les taux à la fin mars et à la fin juin sont remontées de 3.7% à 3.9%, alors que les rendements à dix ans du Bund allemand remontaient aussi de 1.9% à 2.35%. Après une chute de 110 pnb, les taux se sont maintenant stabilisés 40 pnb plus haut. Cet ajustement, qui s'est également opéré sur de nombreux autres segments de marchés nous semble à nouveau offrir des opportunités de repositionnement pour des investisseurs en quête de rendement et de potentielles plus-values en capital. Car en effet, les rendements du Bund notamment peuvent encore s'ajuster à la baisse et repasser en dessous de +2% dans les prochains mois, notamment si l'inflation s'avère à l'avenir inférieure à l'objectif annuel de la BCE (+2.3%). Les rendements de la France (2.8%), des Pays-Bas (2.65%), de l'Italie (3.66%) ou de l'Espagne (3.18%) par exemple peuvent bénéficier d'une baisse d'environ 50 pnb correspondant à une plus-value en capital moyenne de l'ordre de +5%. Le marché obligataire européen est à nouveau attrayant dans la perspective de diversification des allocations obligataires.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

## Spreads d'inflation et de taux favorables à l'euro

L'évolution des derniers six mois de l'inflation en zone euro redistribue les cartes et change les perspectives concernant l'évolution du taux de change. En effet, on constate que l'effondrement de l'inflation s'est produit plus rapidement en zone euro en fin d'année 2023, ce qui a permis une plus forte contraction des écarts de taux d'inflation. Contre le franc suisse, l'écart d'inflation est désormais d'à peine 1%, soit aussi bas qu'il était avant 2022, après avoir atteint un delta de 7%. Parallèlement, la chute des rendements n'a pas été aussi marquée, ce qui replace désormais l'écart de taux relatifs au-dessus de l'écart d'inflation. Nous estimons que l'euro, qui avait été particulièrement pénalisé en 2022 et 2023 par une évolution opposée de ces paramètres, peut désormais s'appuyer sur ce nouveau paradigme pour entrer dans une phase d'appréciation contre le franc suisse. Cet environnement devrait soutenir une appréciation de l'euro contre le franc au-dessus de la parité.

Taux de change euro (USD, CHF, GBP)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

## L'immobilier titrisé va bénéficier de la baisse de taux

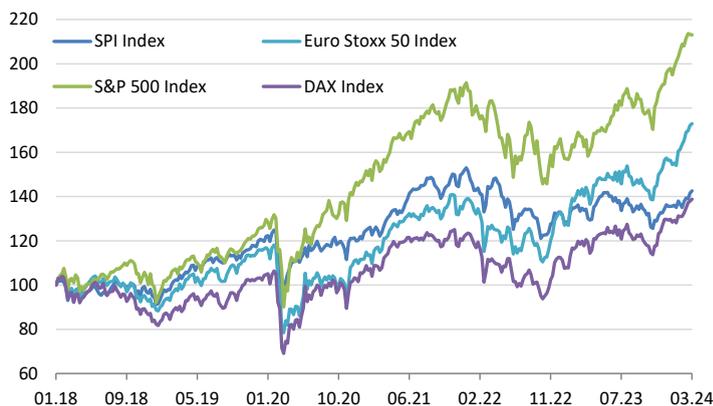
L'immobilier titrisé en Europe avait particulièrement bien réagi à la chute de l'inflation et des coûts de financement en fin d'année 2023 en escomptant peut-être un peu vite un changement de politique monétaire qui ne pouvait manifestement pas se produire dès le début d'année 2024. Après une première phase de revalorisation des perspectives pour les valeurs immobilières cotées de plus de +35% en deux mois, les prises de profits ont logiquement accompagné le rebond des rendements évoqués plus haut. Au niveau actuel, nous estimons que l'immobilier titrisé européen va encore profiter de ce nouveau paradigme plus favorable pour rebondir nettement de ses points bas de mars 2024. Nous considérons que le marché immobilier européen profite

d'une attractivité exceptionnelle en raison notamment d'un rendement d'environ 6% et d'une valorisation extrêmement séduisante tant d'un point de vue absolu que relatif. Avec une valorisation cours/actifs nets d'à peine 64%, le discount de pratiquement 40% sur la valeur comptable nous semble témoigner d'une situation tout à fait unique. L'immobilier titrisé européen profite donc d'une situation très favorable qui devrait lui permettre d'enregistrer un parcours boursier très positif en 2024. Nous recommandons une surpondération de l'allocation d'actifs à ce segment dont la revalorisation pourrait s'appuyer sur une hausse de près de +20% des cours dans les prochains trimestres.

## Nouvelle hausse pour les actions européennes

Les actions européennes ont largement bénéficié depuis six mois du changement d'anticipation pour l'évolution prochaine des taux d'intérêt. Alors que la BCE n'a encore procédé à aucune baisse de taux, l'indice SX5E a tout de même progressé de +26% depuis le point bas d'octobre 2023. Cette progression a poussé les valeurs du SX5E au-delà de 5000 points et place la zone géographique parmi les meilleurs marchés actions en 2024. D'un point de vue relatif, les actions européennes restent intéressantes en termes de valorisation historique et par rapport à leurs pairs. Elles disposent toujours d'un discount important par rapport aux titres américains. La valorisation de 13.8x les profits pour 2024 est ainsi inférieure au PE de 21.8x du S&P500. Elles semblent également attrayantes vis-à-vis des actions japonaises (24x), suisses (13x) et sont à peine plus chères que les valeurs chinoises (11.3x). Le rendement du dividende moyen en Europe (2.88%) est aussi séduisant et dépasse largement celui des Etats-Unis (1.36%) et du Japon (1.57%). Elles ont encore largement leur place dans une allocation internationale diversifiée en 2024.

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