

# ANALYSE HEBDOMADAIRE



M. Alain Freymond — Associé &amp; CIO

## PERSPECTIVES POSITIVES POUR LA ZONE EURO

Croissance modérée du PIB. L'inflation peut encore baisser. La BCE a débuté son cycle de baisse des taux. Perspectives positives pour les marchés obligataires. Ratios cours/actifs nets toujours attractifs. Discount très favorable aux actions.

### Points clés



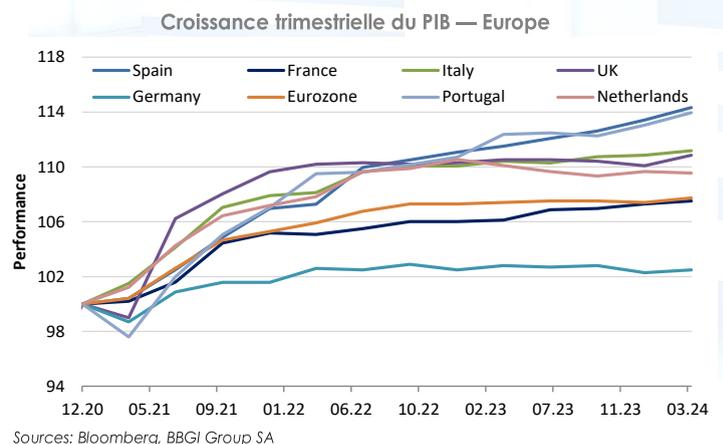
- Le rebond du 1er trimestre devrait se poursuivre en 2024
- Retour de la croissance à un rythme réduit
- Les indicateurs avancés restent incertains
- Stabilisation de la confiance des ménages
- L'inflation peut encore décliner
- La BCE a débuté en juin son cycle de baisse des taux
- Perspectives positives pour les marchés obligataires
- Spreads d'inflation et de taux favorables à l'euro
- Rendement moyen et ratio cours/actifs nets toujours attractifs
- Valorisations attractives pour les actions européennes

### Le rebond du 1er trimestre devrait se poursuivre en 2024

L'économie européenne avait déjoué une nouvelle fois de justesse les pronostics d'une récession au 2ème semestre 2023, grâce à une stagnation du PIB (0%) en fin d'année. Le chiffre de croissance annoncé pour le 1er trimestre 2024 (+0.3%) montre finalement une économie européenne en meilleure forme qui reprend le chemin de la croissance en enregistrant le meilleur résultat trimestriel depuis le mois de septembre 2022. Grâce à cette embellie, le PIB de la zone euro peut afficher une progression de +0.4% sur un an. La relance de ce début d'année a été soutenue par une bonne tenue de la consommation et par un bon comportement des exportations. C'est surtout l'évolution positive du commerce extérieur qui a le plus contribué à cette reprise économique en ajoutant +0.9% au résultat global, alors que la contribution positive de la consommation était limitée à +0.1%. Les inventaires et les investissements ont plutôt tiré le résultat à la baisse pour l'ensemble des pays. En termes de contributions régionales, il faut souligner qu'une très grande majorité de pays ont enregistré des taux de croissance positifs, à seulement trois exceptions: le Danemark (-1.8%), l'Estonie (-0.5%) et les Pays-Bas (-0.1%). Parmi les principaux pays de la zone euro, l'Allemagne (+0.2%), la France (+0.2%), l'Italie (+0.3%) ont plutôt connu des croissance positives

limitées, alors que l'Espagne (+0.8%), le Portugal (+0.8%) et l'Italie (+0.7%) semblaient profiter d'une meilleure conjoncture. La zone euro a donc évité la récession grâce à une croissance plus élevée qu'attendue des quatre principales économies. La reprise en Allemagne, bien que fragile, a été bienvenue après la chute de -0.5% au trimestre précédent et a contribué à atteindre le résultat global de +0.3%.

L'économie européenne a donc certainement passé le nadir de son cycle de croissance à l'image du renversement de tendance observé en Allemagne et peut désormais s'appuyer sur quelques facteurs et développements plus positifs pour envisager un renforcement de l'activité au cours des prochains mois. La faiblesse de la demande intérieure a été l'une des causes de l'absence de croissance du PIB en raison de la baisse du pouvoir d'achat des ménages dans l'environnement inflationniste toujours présent et de la hausse de taux au cours des derniers trimestres. Mais on observe tout de même une nette chute des indicateurs d'inflation, avec ou sans énergie et alimentation, qui devrait se poursuivre et se rapprocher de l'objectif de la BCE de +2%. Les premiers signes de fléchissement des taux d'intérêt se manifestent, alors que la banque centrale européenne a procédé en juin à son pivot de politique monétaire en abaissant ses taux directeurs pour la première fois après deux années de politique restrictive. Un nouveau cycle d'assouplissement monétaire aura rapidement des répercussions sur les courbes de rendements et sur les coûts de financement des ménages, des entreprises et des collectivités publiques.



## Retour de la croissance à un rythme réduit

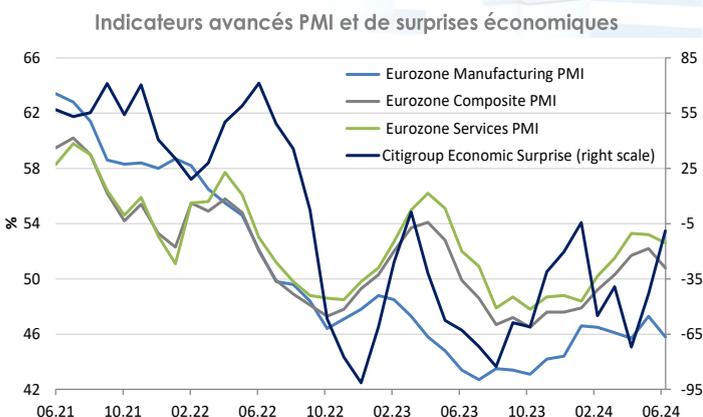
La prévision de la banque centrale européenne pour la croissance du PIB en 2024 a été relevée de +0.6% à +0.9% (prévision de la Commission européenne +0.8%) ce qui impliquerait plutôt une baisse du momentum dans les prochains trimestres par rapport au résultat déjà enregistré au 1er trimestre 2024. L'économie européenne devrait pourtant, selon nous, profiter d'un ajustement de l'inflation plus rapide qu'escompté par le consensus et être également soutenue par l'annonce d'une politique monétaire à nouveau plus accommodante. La baisse de l'inflation continuera de réduire la pression sur les revenus réels des ménages, renforçant directement leur capacité de consommation. La baisse des taux aura également un impact additionnel sur la confiance des ménages et des entreprises qui stimulera la demande. Au cours des prochains mois, la demande intérieure devrait donc se renforcer par une reprise de la consommation privée et par une relance des investissements.

Notre scénario central pour le second semestre privilégie donc désormais une progression de la dynamique de la consommation soutenant une hausse du PIB de +0.3% par trimestre jusqu'en fin d'année. Sur un an, le PIB réel de la zone euro pourrait donc s'afficher à +1.1%

Le début du 2ème trimestre semble pourtant avoir déjà été un peu plus faible qu'attendu du côté de la production industrielle qui a légèrement glissé de -0.1% et de -3% sur un an. Ce résultat jette une ombre sur l'évolution positive estimée pour le PIB global du 2ème trimestre, mais nos perspectives de reprise économique sont plutôt soutenues par une meilleure tenue du secteur des services et de la consommation qui devraient suffire à soutenir la progression attendue.

## Les indicateurs avancés restent incertains

Les dernières publications des indicateurs avancés PMI pour le mois de juin annoncent encore une faiblesse conjoncturelle toujours liée à des conditions difficiles dans le secteur manufacturier. L'indicateur PMI manufacturier a replongé en juin à 45.8 après avoir pourtant connu une reprise en mai à 47.3. Le PMI manufacturier reste très en dessous de son seuil de croissance de 50, qu'il avait quitté en juin 2022, il y a maintenant deux ans. Les conditions sont toujours assez différentes pour le secteur des services, qui est toujours au-dessus de 50 et qui suggère une reprise probable de l'activité, malgré un déclin en juin de 53.2 à 52.8. L'indicateur composite s'est stabilisé en juin à 50.9 et reste en dessous du seuil de croissance.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'évolution des PMI suggère que l'économie de la zone euro est certainement en phase de reprise conjoncturelle modérée et soutenue par les services, mais que la relance reste fragile et modérée.

Les indicateurs avancés en Allemagne montrent une image relativement positive avec un indice composite de 50.3 soutenu par les développements dans le secteur des services et toujours tiré vers le bas par une situation encore délicate du côté manufacturier. Le PMI des services de 53.1 en léger déclin reste très positif, tandis que le PMI manufacturier (43.5) suggère encore une contraction de la production industrielle. Notons toutefois qu'il n'annonce pas de dégradation, mais plutôt une stabilisation à bas niveau de la production. En France on observe aussi le même phénomène suggérant encore quelques difficultés dans le secteur manufacturier compensées par une meilleure tenue des services. Les perspectives semblent meilleures en Italie (PMI composite 51.3) et en Espagne (55.8).

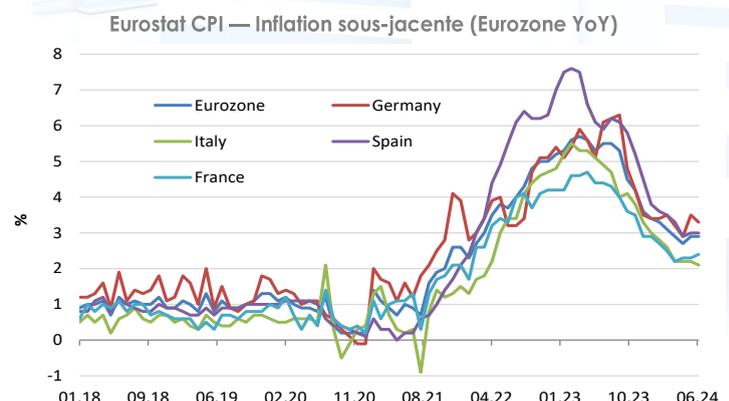
Cela dit, les derniers développements positifs observés sur le front de l'inflation et des taux auront dans les prochains mois des effets positifs sur la confiance des ménages, la demande et sur les indicateurs avancés pendant l'été.

## Stabilisation de la confiance et du sentiment des ménages

Malgré une première baisse de taux directeurs de la BCE, la confiance des ménages ne semble toujours pas se renforcer. C'est essentiellement en raison de l'incertitude plus élevée en Allemagne que la confiance globale glisse encore un peu au 2ème trimestre. Sur le plan sectoriel on note une amélioration essentiellement dans les services et la consommation, compensée par une dégradation dans les secteurs manufacturiers et la construction. Pourtant, 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.

## L'inflation peut encore décliner

L'inflation en zone euro s'est stabilisée entre mai et juin en réalisant de petites hausses de +0.2%. Ces développements positifs sont de nature à rassurer les observateurs, qui s'étaient inquiétés des progressions supérieures à +0.5% en février, mars et avril. L'indice des prix à la consommation dans la zone euro a de ce fait progressé en juin de +2.5% sur un an suggérant clairement une très nette stabilisation de l'inflation depuis le mois de novembre 2023. Depuis plus de deux trimestres, l'inflation globale en zone euro est donc proche de l'objectif



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

de + 2% de la BCE. Les statistiques de ces deux derniers mois montrant une progression limitée à +0.2% du CPI ont suffi à conforter la banque centrale européenne sur la stabilisation durable du niveau des prix en zone euro.

L'inflation de base est encore un peu en retard sur la tendance globale et s'affiche quelque peu en dessus avec un taux de croissance de +2.9%. Cependant, du côté des prix à la production, la situation s'est accélérée et s'est très nettement améliorée. Après avoir atteint un pic à +43% en août 2022, la déflation est désormais clairement en place. Les indices enregistrent déjà plus de quatre trimestres de contraction des prix sur un an, qui ont encore baissés en mai de -4.2% en enregistrant désormais six baisses mensuelles consécutives des prix. 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 selon nous encore fléchir, au cours des prochains mois, mais au niveau actuel elle correspond déjà à la prévision d'inflation de la BCE pour l'ensemble de l'année qui est désormais de +2.5%.

### La BCE a débuté en juin son cycle de baisse des taux

Après une phase de stabilisation des taux de la BCE et une période intermédiaire d'observation, nous considérons que la BCE pourrait dès le mois de juin 2024 enfin débiter un programme de normalisation de sa politique impliquant une réduction progressive de ses taux directeurs. Sa décision d'abaisser ses taux directeurs de 0.25% lors de sa réunion de juin indique donc que le pic du cycle de hausse de taux a bien été atteint en septembre 2023. La question qui préoccupe désormais la BCE est celle de savoir si la modération de l'inflation sera suffisante dans les prochains mois pour justifier une nouvelle baisse de ses taux directeurs. Logiquement, la présidente de la BCE a estimé qu'à ce jour il était encore trop tôt pour le dire en raison des incertitudes persistantes.

Les autorités monétaires européennes voudront s'accorder le temps de la réflexion durant l'été pour disposer de données économiques supplémentaires avant la réunion prévue en septembre pour évaluer l'opportunité de nouvelles baisses. En ce qui nous concerne, nous estimons que l'évolution de l'inflation dans les services doit poursuivre son déclin pour permettre à la BCE d'envisager une baisse en septembre. Une stabilisation des salaires est également une condition importante qui sera peut-être plus difficile à atteindre.

Le niveau actuel des taux de la BCE sur les opérations principales est de 4.25% après la baisse du 6 juin. En regard de l'inflation annuelle de +2.5%, le différentiel de taux de 1.75% est encore selon nous très important. La BCE a pu profiter d'un effondrement de l'inflation plus rapide qu'attendu, mais nous considérons qu'elle devrait relâcher ses taux plus rapidement pour se rapprocher du niveau de 2.5 à 3% si l'inflation fléchi à nouveau comme nous l'escomptons. La BCE devrait procéder à deux ou trois baisses de -0.25% avant la fin de l'année 2024.

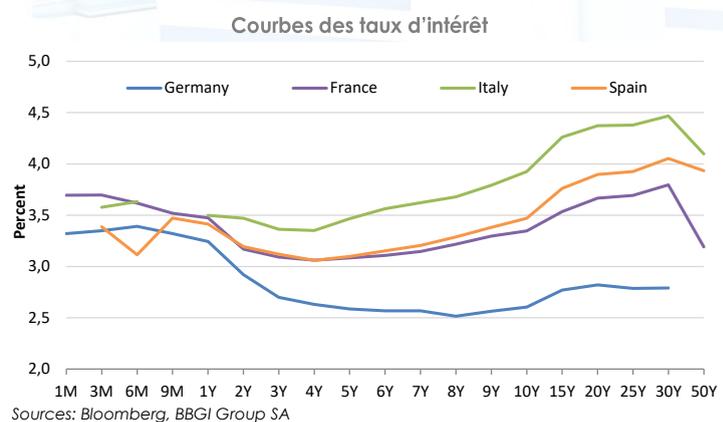
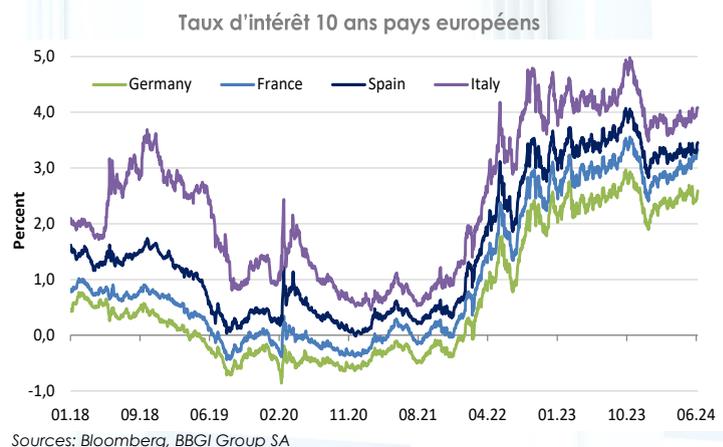
### Perspectives positives pour les marchés obligataires

Si les taux directeurs de la BCE sont encore très largement supérieurs au niveau d'inflation en zone euro, ce n'est déjà plus tout à fait le cas pour la partie plus longue de la courbe de taux et pour les obligations à 10ans notamment.

Le rendement des obligations du gouvernement allemand ont glissé en dessous de 2.4% à la mi juin et se situent désormais à peu près au niveau de l'inflation annuelle. La situation économique et l'évolution de l'inflation ont assez significativement changé depuis la fin du 3ème trimestre 2023, qui avait vu les taux en euros bondir jusqu'à 3%. Les prévisions de récession qui avaient poussé rapidement les taux longs en dessous de 2% en fin d'année ont été remplacées depuis par une nouvelle conviction que la zone euro éviterait une décroissance. Désormais, on considère que le nadir de la croissance est dépassé et que l'économie de la zone euro est sur le chemin de la reprise. Dans ce contexte, le rebond des taux longs à 2.7% pourrait être considéré comme approprié. Cependant, nous estimons que la dynamique économique restera faible en 2024 aussi longtemps que la politique monétaire ne relâchera pas de manière plus décisive sa pression sur les coûts de financement. Dans un contexte d'inflation approchant l'objectif de la BCE et de politique monétaire en phase d'ajustement à la baisse, les perspectives pour les marchés obligataires nous semble modérément positives.

Cet ajustement des taux longs, 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. Ces dernières devraient toutefois être limitées.

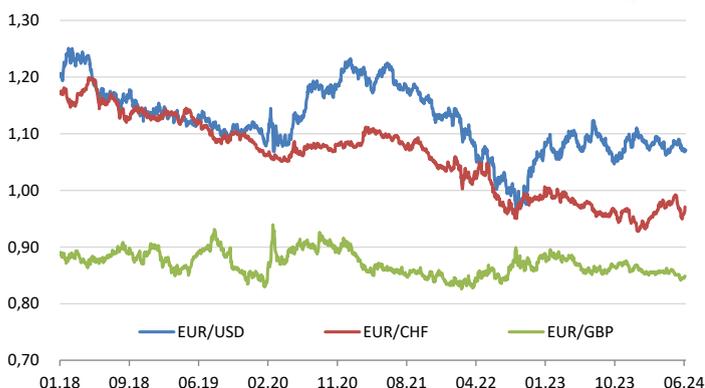
Les rendements du Bund peuvent ainsi encore glisser de 30 à 40 pnb, si l'inflation décline d'autant, et mener la baisse des taux de la plupart des émissions gouvernementales des principaux pays de la zone euro. Les rendements des Pays-Bas, de l'Italie ou de l'Espagne pourraient bénéficier d'une baisse d'environ 40-50 pnb correspondant à une plus-value en capital moyenne de l'ordre de +5%. Dans ce contexte, les marchés obligataires européens sont à nouveau attrayants.



## 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

## Rendement moyen et ratio cours/actifs nets toujours attractifs

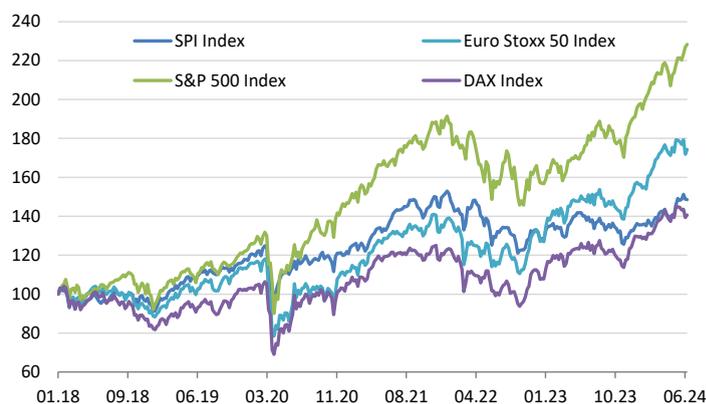
Après le rebond conséquent de l'immobilier titrisé en Europe en fin d'année 2023 (+30%), le premier semestre 2024 a plutôt été caractérisé par une consolidation horizontale des cours des sociétés cotées. La baisse des taux et des coûts de financement de la fin d'année ayant fait place à une remontée des taux d'intérêt au cours du semestre, les valeurs immobilières qui avaient précipitamment escompté un changement de politique monétaire ont finalement subi des prises de profits à court terme. Après six mois de stabilisation, les placements immobiliers titrisés sont dans l'attente d'un changement plus significatif de politique monétaire pour reprendre une tendance haussière. Au niveau actuel, nous estimons que l'immobilier titrisé européen va encore profiter de l'assouplissement monétaire de la BCE à venir.

Nous considérons que le marché immobilier européen offre des opportunités intéressantes en termes de rendement et de valorisation. Avec un rendement de 5.3%, l'indice EPRA Nareit de la zone euro se situe dans les premiers choix de l'univers international, mais il dispose encore aussi d'une valorisation séduisante en raison de ratio cours/actifs nets d'à peine 80% et d'un discount d'environ 200% sur la valeur comptable. L'immobilier titrisé européen profite donc d'une situation toujours favorable qui devrait lui permettre d'enregistrer un parcours boursier très positif au deuxième semestre 2024. Nous recommandons une surpondération de l'allocation d'actifs à ce segment qui pourrait avancer de +20% au 2ème semestre.

## Valorisations attrayantes pour les actions européennes

Les actions européennes en hausse de près de +10% ont profité des espoirs de baisses de taux de la BCE et de la chute plus rapide qu'attendue de l'inflation. Alors que la BCE procédait à sa première baisse de taux, l'annonce de la dissolution du parlement français, relançait les incertitudes et empêchait les indices européens de poursuivre leur progression. 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 22.5x du S&P500. Elles semblent également attractives vis-à-vis des actions japonaises (23X), suisses (13x) et sont à peine plus chères que les valeurs chinoises (11.3x). Le rendement du dividende moyen en Europe (3.17%) est aussi séduisant et dépasse largement celui des Etats-Unis (1.32%) et du Japon (1.61%). 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: +41225959611  
reception@bbgi.ch  
www.bbgi.ch