

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond — Associé & CIO



DYNAMIQUE POSITIVE POUR LES ACTIFS EUROPEENS

Croissance modérée du PIB sans grande probabilité d'accélération. Indicateurs avancés et confiance en berne. Baisse très prochaine en dessous de +2% du CPI. Politique monétaire plus souple. Appréciation de l'euro, des obligations et actions.

Points clés



- L'économie européenne croît à un rythme modéré
- Pas d'accélération de la croissance à court terme
- Les indicateurs avancés restent très incertains
- La confiance reste extrêmement fragile
- L'inflation passera prochainement en dessous de 2%
- La BCE doit accélérer son ajustement des taux
- Perspectives positives mais modérées pour les marchés obligataires en zone euro
- Spreads d'inflation et de taux favorables à l'euro
- Rendement moyen et ratio cours/actifs nets attrayants
- Hésitations temporaires pour les actions européennes

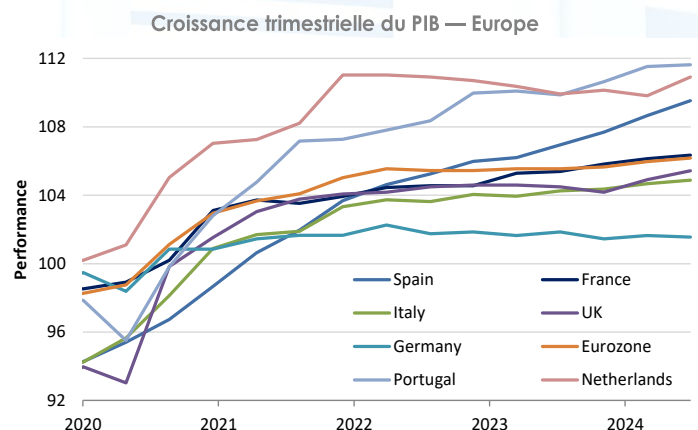
L'économie européenne croît à un rythme modéré

Après avoir encore 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, il semble bien que l'économie européenne soit à nouveau en croissance depuis deux trimestres consécutifs en 2024. Celle-ci reste pourtant fragile et relativement atone avec un résultat de +0.3% au 1er trimestre suivi d'une hausse légèrement inférieure de +0.2% après révision à la fin juin. Après deux trimestres, le PIB de la zone euro peut afficher une progression de +0.6% sur un an qui s'approche de l'objectif de croissance de la BCE fixé à +0.8%. Le PIB du 2ème trimestre s'est en fait avéré très décevant essentiellement du côté de la consommation des ménages (-0.1%) toujours en berne. Après révision, les dépenses gouvernementales (+0.6%) semblent avoir été beaucoup plus solides. Du côté des investissements, la contraction s'est poursuivie par une baisse de -2.2% faisant suite à une diminution de -1.8% déjà au trimestre précédent. En l'absence de soutien de ces deux segments, la légère croissance du PIB est ainsi très largement soutenue exclusivement par les exportations (+0.7%). Tandis que les investissements diminuent de -0.5%, la contribution des

inventaires est nulle sur la période. La légère contraction de -0.2% des importations a contribué au meilleur résultat du commerce extérieur.

En termes de contributions régionales, si la très grande majorité des pays de l'UE ont enregistré des développements positifs de leurs PIB, cela n'a malheureusement pas été le cas de l'Allemagne qui n'a pas pu éviter une contraction de -0.1% de son PIB. Parmi les principaux pays de la zone euro, les Pays-Bas tirent bien leur épingle du jeu avec une nette reprise de +1%, suivis de près par une dynamique solide qui s'est installée depuis plusieurs trimestres en Espagne (+0.8%), alors que la France (+0.3%) et l'Italie (+0.2%) maintiennent un rythme de croissance modéré, mais relativement stable depuis plusieurs trimestres aussi. L'économie européenne a donc certainement passé le nadir de son cycle de croissance, mais le poids lourd allemand reste très largement à la traîne et freine les perspectives de reprise de l'ensemble de la zone euro.

La faiblesse de la demande intérieure reste l'une des causes de l'absence de croissance du PIB. Le recul de l'inflation depuis plusieurs trimestres n'a pas encore suffi à améliorer la confiance des consommateurs, mais le changement de politique monétaire enclenché en juin devrait permettre un changement de leurs anticipations et de leur degré de confiance à mesure qu'ils verront évoluer à la baisse le coût de financement de la consommation, de l'investissement et de l'immobilier.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

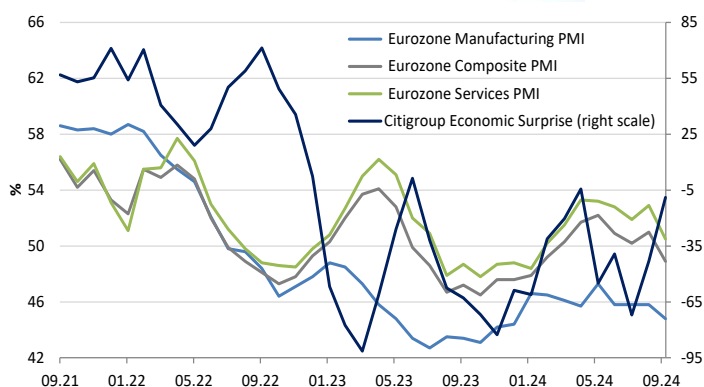
Pas d'accélération de la croissance à court terme

La prévision de la banque centrale européenne pour la croissance du PIB en 2024 et de la Commission européenne est d'environ +0.8%. Une croissance inférieure à +1% en 2024 ne sera pas suffisante pour empêcher une dégradation du ratio d'endettement/PIB actuel de 130%, mais en l'absence d'une résolution sur ce plan, un résultat sensiblement positif devrait tout de même permettre d'en freiner sa progression. Les perspectives de relance conjoncturelles sont pourtant soutenues désormais par de nouveaux facteurs. Les économies de la zone euro devraient notamment commencer à sentir les effets positifs de l'assouplissement décidé par la BCE. Mais la baisse de juin de 0.25% n'ayant pas été très décisive et les commentaires toujours prudents de sa présidente n'ont fait que maintenir l'incertitude sur une poursuite rapide du cycle d'assouplissement monétaire. La dernière décision d'abaisser de 4.25% à 3.65% le taux principal de refinancement a été plus sérieuse. La BCE a ainsi effacé en deux baisses, les trois dernières hausses de 0.25% de 2023. L'économie européenne devrait pourtant, selon nous, profiter d'un ajustement de l'inflation plus rapide qu'escompté par le consensus et enfin bénéficier d'une politique durablement plus accommodante. La baisse de l'inflation peut-être rapidement en dessous de +2% continuera de réduire la pression sur les revenus réels des ménages, renforçant directement leur capacité de consommation. Depuis le changement de politique monétaire en juin, les ménages peuvent aussi compter sur une chute des coûts de financement qui s'est progressivement mise en place à l'image des taux à dix ans du Bund en baisse de 50 pbb en quatre mois. La confiance des ménages reste en berne, mais nous estimons que la demande intérieure devrait se renforcer par une reprise de la consommation privée et par une relance des investissements. Notre scénario central privilégie une poursuite de la tendance actuelle sans accélération au cours des prochains mois. Sur un an, le PIB réel de la zone euro pourrait donc s'afficher entre +1.1% et +1.2%.

Les indicateurs avancés restent très incertains

Les dernières publications des indicateurs avancés PMI pour le mois de septembre annoncent encore une faiblesse conjoncturelle toujours liée à des conditions difficiles dans le secteur manufacturier. L'indicateur PMI manufacturier a replongé en septembre à 44.8 après avoir pourtant connu une reprise éphémère en mai à 47.3. Il 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, mais là aussi, la situation s'est dégradée avec un indicateur en baisse de 52.9 à tout juste 50.5.

Indicateurs avancés PMI et de surprises économiques



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'évolution des PMI n'est globalement pas très enthousiaste et pointe plutôt toujours vers un fléchissement de la dynamique en cours. Le PMI composite (48.9) est en effet désormais en dessous de 50.

Ce résultat est en lien avec la situation en Allemagne qui reste particulièrement morose dans le secteur manufacturier, dont le PMI s'effondre encore en septembre à 40.3, mais elle n'est pas bien meilleure en France avec un indice à tout juste 44 et un indicateur des services désormais en chute de 55 à 48.3. Les dernières statistiques disponibles pour l'Italie et l'Espagne des PMI manufacturier (49.4 et 50.5) et des PMI des services (51.4 et 54.6) semblent nettement meilleures, mais elles doivent être rafraîchies pour une comparaison adéquate. Dans l'état, la conjoncture européenne ne semble pas prête à se relever rapidement, il faudra certainement se contenter d'une période de quelques mois de plus de croissance modérée avant de pouvoir entrevoir les prémices d'une relance intérieure.

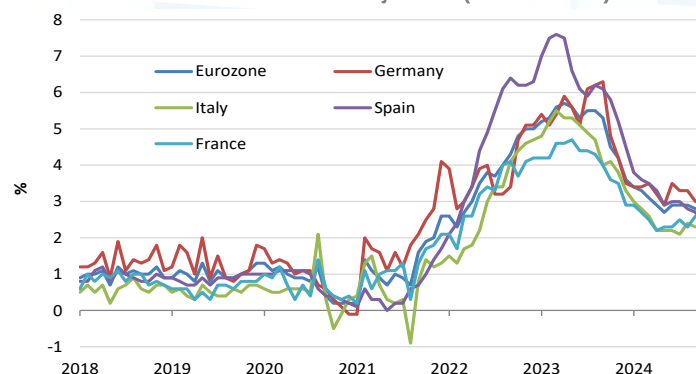
La confiance des ménages reste extrêmement fragile

Après deux assouplissements monétaires, la confiance des ménages ne semble toujours pas se renforcer. Elle est pourtant très clairement au-dessus de son point bas du dernier trimestre 2022 et s'affiche même au plus haut depuis février 2022. C'est essentiellement en raison de l'incertitude plus élevée en Allemagne que la confiance globale ne parvient pas à s'améliorer en septembre. Sur le plan sectoriel on note une légère amélioration dans les services, une stabilité de la confiance des consommateurs et une dégradation dans les secteurs industriels. 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, mais la stabilisation en cours après une nette amélioration devrait plutôt être suivie d'une nouvelle progression dans les prochains mois. Les consommateurs n'ont pas encore vraiment pu évaluer à quel point la chute de l'inflation et la baisse des taux allait prochainement renforcer leur pouvoir d'achat et leur perception de leur situation. Nous estimons que la confiance des ménages devrait donc encore progresser et soutenir une reprise de la consommation.

L'inflation passera prochainement en dessous de +2%

L'inflation en zone euro suit la bonne trajectoire et devrait selon nous glisser à +1.8% à la fin septembre. Les données d'août ont été très peu dispersées, toutes les composantes du CPI ont en effet enregistré de très faibles mouvements proches de zéro. La volatilité des composantes s'est ainsi fortement réduite. L'indice des prix à la consommation dans la zone euro a de ce fait progressé en août d'à peine +0.1%, soit +2.2% sur un an, suggérant clairement une très nette stabilisation des prix.

Eurostat CPI — Inflation sous-jacente (Eurozone YoY)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'indice CPI pourrait bien être négatif sur le mois de septembre et enregistrer son premier passage en dessous de l'objectif de la BCE sur un an à moins de +2%.

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 +2.8%.

Cependant, du côté des prix à la production, la situation qui s'était déjà très nettement améliorée en 2023 est restée favorable jusqu'à récemment. Les contractions mensuelles des prix à la production sont maintenant suivies de petites progressions depuis le mois de juin. Après avoir atteint un pic à +43% en août 2022, les indices enregistrent déjà plusieurs trimestres de contraction des prix sur un an, qui ont encore baissés récemment à -2.1% 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 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 toujours de +2.5%. A deux mois de la fin de l'année la prévision de l'institution pour l'inflation est toujours sensiblement plus élevée que le niveau observé (+2.2%). Si nos prévisions de déclin à +1.8% se concrétisent, la BCE devra se rendre à l'évidence que l'inflation est plus largement sous contrôle et que ses propres prévisions sont excessivement prudentes.

En septembre, l'inflation dans trois principaux pays de la zone euro a largement glissé en dessous des attentes avec notamment une croissance des prix faibles en Italie +0.8%, en France (+1.5%) et en Allemagne +1.8%.

La BCE doit accélérer son ajustement des taux

La BCE avait annoncé en juin son changement de politique monétaire pour passer à un cycle de modération des taux directeurs. Après une première baisse de 0.25% en juin elle procédait ensuite à une nouvelle baisse de 0.5% en septembre. Ce qui préoccupait la BCE pendant l'été c'était de savoir si la modération de l'inflation serait suffisante pour justifier une nouvelle baisse de ses taux directeurs. Après avoir longtemps estimé que la situation était encore fragile, la BCE a finalement agi en septembre. Mais les statistiques prochainement publiées pour les divers pays de la zone euro pourraient bien relancer encore les anticipations de nouveaux ajustements de taux à un rythme plus rapide. Par exemple, l'inflation en Italie de seulement +0.8% en septembre grâce à une diminution des coûts de l'énergie, des transports et des communication devrait interpeller la BCE et la motiver selon nous à agir plus rapidement. D'autant que ce chiffre semble s'inscrire dans une logique globale observée dans les 20 pays de la zone euro.

En ce qui nous concerne, nous estimons que l'évolution actuelle de l'inflation devrait accroître les probabilités d'une 3ème baisse déjà le 17 octobre.

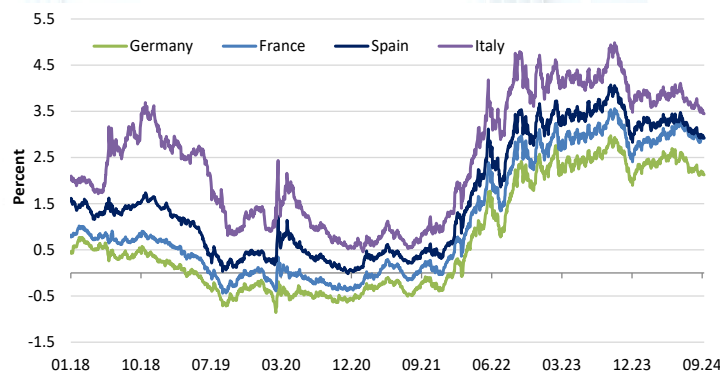
Le niveau actuel des taux de la BCE sur les opérations principales a été réduit de 4.25% à 3.65%. Mais en regard de l'inflation annuelle probable de +1.8% en 2024, le différentiel de taux reste proche de 200 pnb. La BCE a pu profiter d'un effondrement de l'inflation plus rapide qu'attendu, mais nous considérons qu'elle devrait relâcher ses taux plus rapidement

pour se rapprocher du niveau de 2% si l'inflation fléchi à nouveau comme nous l'escomptons à +1.8%. Pour atteindre ce niveau objectif, la BCE devrait encore procéder à deux baisses de -0.25% avant la fin de l'année 2024 et poursuivre ensuite sa politique d'assouplissement en abaissant graduellement ses taux vers ce niveau de 2%.

Perspectives positives mais modérées pour les marchés obligataires en zone euro

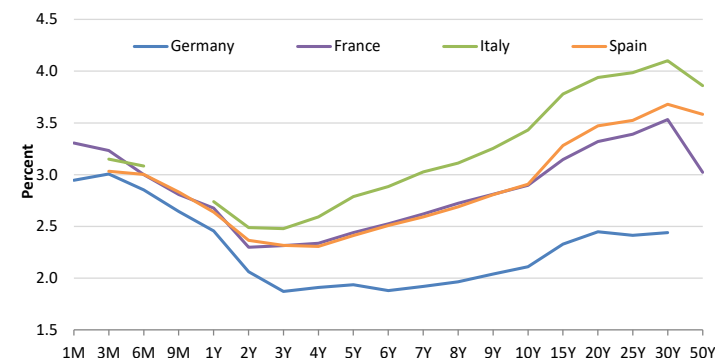
Si les taux directeurs de la BCE sont encore très largement supérieurs au niveau d'inflation en zone euro, ce n'est déjà plus tout à fait le cas pour la partie plus longue de la courbe de taux et pour les obligations à 10 ans notamment. Le rendement des obligations du gouvernement allemand ont glissé du plus haut de juin (2.65%) à un plus bas d'environ 2.1% à la fin septembre. Cette chute de 55 pnb des taux du Bund à 10 ans s'est avérée similaire pour d'autres émetteurs étatiques de la zone. Si le gouvernement allemand peut désormais se financer à 2.1%, il est intéressant de constater qu'avec la dégradation des conditions politiques et économiques en France, le « spread » a bondi pendant l'été, poussant la France à se financer à 2.9%, sur les mêmes base que l'Espagne (2.91%) et la Grèce (3.08%), et à un coût sensiblement plus élevé que les taux du Portugal (2.68%) et des Pays-Bas (2.4%). Dans un contexte d'inflation passant en dessous de l'objectif de la BCE et avec une politique monétaire qui pourrait bien procéder à une accélération de ses ajustements à la baisse, les perspectives pour les marchés obligataire nous semblent positives pour les prochains mois. L'ajustement des taux longs ne devrait toutefois pas être plus important qu'une baisse « linéaire » de l'ordre de 50pnb, qui ne modifiera pas radicalement les niveaux de « spreads » entre pays. Les perspectives pour les marchés obligataires européens sont à ce stade positives et permettent de compter sur une performance globale d'environ +8% composée de +5% de gains en capital et de +3% de rendement.

Taux d'intérêt 10 ans pays européens



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

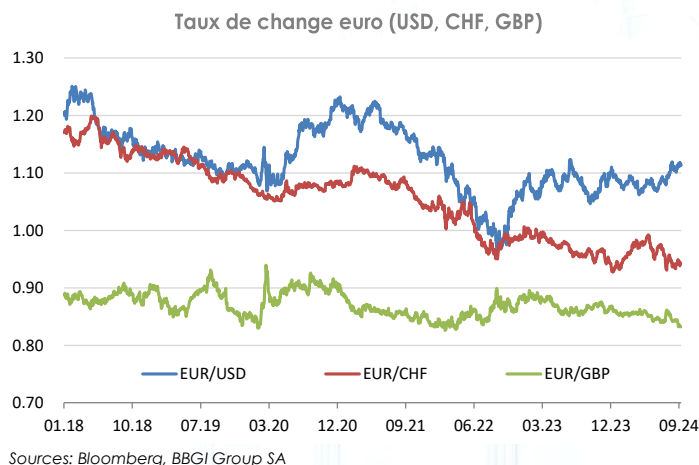
Courbes des taux d'intérêt



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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

L'évolution des derniers trimestres 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 ce qui a permis une plus forte contraction des écarts de taux d'inflation vis-à-vis du franc. L'écart d'inflation sera vite inférieur à 1%, après avoir été de 7%. Parallèlement, la chute des rendements en euro n'a pas été aussi marquée que la chute des taux en CHF, ce qui replace désormais l'écart de taux relatifs au-dessus de l'écart d'inflation. L'écart de rendements est en effet passé de zéro en début 2022 à 90 pnb en début 2023, puis 135 pnb en début 2024 et 170 pnb à ce jour. Nous estimons que l'euro, 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.



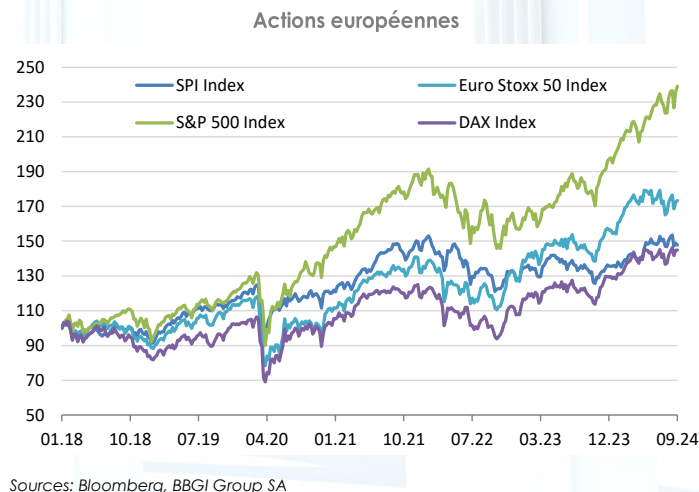
Rendement moyen et ratio cours/actifs nets toujours attractifs

L'immobilier titrisé européen termine le trimestre sur une progression annuelle d'environ +5% qui fait suite au rebond conséquent enregistré au 4ème trimestre 2023 (+25%). La baisse des taux directeurs était certes anticipée, mais nous estimons que l'immobilier titrisé est encore loin d'avoir pu développer tout son potentiel de rattrapage. La baisse des taux et des coûts de financement mettra du temps à se transmettre dans le marché des fonds immobiliers, mais aux niveaux de valorisations actuels nous estimons que l'immobilier titrisé européen va encore largement profiter de l'assouplissement monétaire de la BCE qui va se mettre en place progressivement. Nous considérons que le marché immobilier européen offre des opportunités intéressantes en

termes de rendement et de valorisation. Avec un rendement de 5.7%, 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 de 66%. L'immobilier titrisé européen profite donc d'une situation toujours favorable qui devrait lui permettre d'enregistrer un parcours boursier très positif en 2025. Nous recommandons une surpondération de l'allocation d'actifs à ce segment qui pourrait avancer de +20% en 2025.

Hésitations temporaires sur les indices actions européens

Après six mois de consolidation horizontale, les actions européennes terminent le 3ème trimestre en hausse d'environ +10.5%, depuis le début de l'année. Cette progression déjà réalisée à la fin mars a été suivie d'une longue période de doute et de volatilité, en août notamment, avant de retrouver pratiquement le top de mars. Le spectre de la récession et les anticipations probablement trop prudentes de baisses de taux directeurs en 2024 ont freiné l'ardeur des investisseurs, alors que le secteur manufacturier allemand était en plein marasme et que la dissolution du parlement français faisait bondir les coûts de financement de la France et chuter les perspectives des actions. D'un point de vue relatif, les actions européennes restent intéressantes en termes de valorisations historiques et par rapport à leurs pairs. Elles disposent toujours d'un discount important par rapport aux titres américains. La valorisation de 13.3x les profits pour 2025 est ainsi inférieure au PE de 20.8x du S&P500. Elles semblent également attractives vis-à-vis des actions japonaises (18.9x), suisses (18x) et sont à peine plus chères que les valeurs chinoises (13x). Les hésitations actuelles devraient faire place à un peu plus d'enthousiasme au-delà de 5'000pts pour l'Eurostoxx50.



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 22 595 96 11
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch