

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond — Associé & CIO



LA CONFIANCE SE RENFORCE EN EUROPE

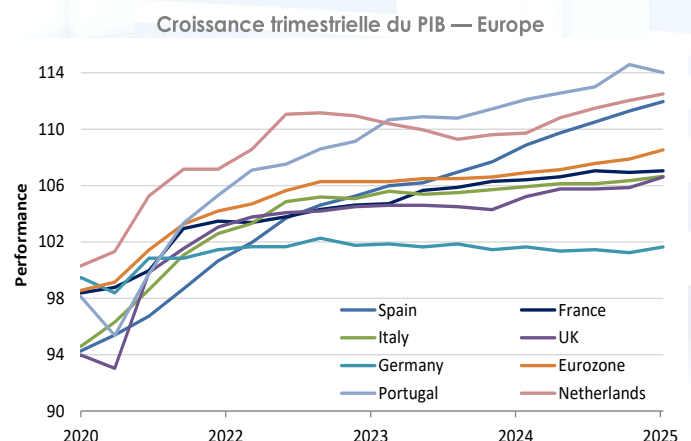
L'Allemagne est de retour. Relance de la conjoncture au S2. Indice PMI plutôt positifs. Inflation inférieure à 2%. BCE encore flexible. Perspectives modérées pour les obligations. Contexte positif pour l'euro et l'immobilier. Retour des risques actions.

- L'amélioration de la conjoncture se poursuit en Europe
- Poursuite de la dynamique positive au 2ème semestre
- Les indicateurs avancés restent modérément optimistes
- La confiance des ménages devrait s'améliorer
- L'inflation repasse sous l'objectif de la BCE (+2%)
- La BCE abaissera ses taux en dessous de 2%
- Perspectives positives mais modérées pour les marchés obligataires en zone euro
- L'euro profite d'un regain de confiance
- L'immobilier titrisé bénéficie de la baisse des taux
- Retour des incertitudes pour les actions pendant l'été

L'amélioration de la conjoncture se poursuit en Europe

la croissance du PIB de la zone euro a été de +0.3% en glissement trimestriel (par rapport au T4 2024), selon les estimations finales d'Eurostat. Ce chiffre, bien que modeste, marque une légère accélération par rapport au +0.2% du trimestre précédent. La consommation des ménages, principal moteur de l'économie, a montré des signes de stagnation. Les données disponibles indiquent une faible progression des dépenses de consommation des ménages. Les dépenses de consommation dans la zone euro ont néanmoins légèrement augmenté, atteignant 1'608 milliards d'euros au T1 2025, contre 1'605 milliards au T4 2024. Cependant, certains pays comme la France ont connu un recul de la consommation de biens en janvier 2025, notamment sur les biens durables. Cette situation reflète les préoccupations persistantes des ménages concernant l'inflation et le pouvoir d'achat, même si l'inflation ralentit. L'investissement a affiché un repli de -0.2 % au T1 2025, après une baisse de -0.1 % au trimestre précédent. Cela suggère que la politique menée par la BCE n'a pas encore d'effet notable sur les décisions d'investissement des entreprises qui restent prudentes face aux nombreuses incertitudes présentes. Le durcissement des conditions d'octroi

de crédits et l'incertitude économique ont un impact négatif sur les investissements. La contribution des variations de stocks a certainement été un moteur essentiel de la performance positive du PIB. A l'image de la France dont la contribution a été de +0.5 point (après -0.2 point au T4 2024), ce facteur reflète souvent une accumulation de stocks en prévision d'une future reprise de la demande ou de difficultés d'écoulement de la production. Bien que les exportations aient augmenté dans certains pays comme l'Espagne, le commerce extérieur a globalement contribué négativement à la croissance du PIB de la zone euro. Cela est dû à des exportations mondiales qui ont ralenti et à des importations qui ont progressé. Les tensions commerciales internationales, notamment les droits de douane américains, ont pesé sur les perspectives et l'activité. Parmi les principaux pays de la zone, l'Espagne (+0.6%) a enregistré une dynamique toujours solide, encore tirée par une demande intérieure solide soutenue par la consommation et l'investissement, mais la surprise provient de l'Allemagne, qui tire également son épingle du jeu avec une croissance de +0.4%, sortant ainsi d'une récession technique grâce à une reprise de la production et des exportations. Ce résultat est supérieur à celui de l'Italie (+0.3%), qui reste relativement stable et de la France (+0.1%), qui a tiré le PIB global vers le bas sous l'impulsion d'une contribution négative de son commerce extérieur. La zone euro a ainsi débuté l'année sur une meilleure tendance que l'économie américaine, qui enregistrait au contraire une contraction de son PIB. La dynamique positive en zone euro s'est poursuivie certainement au T2, alors que l'inflation chutait encore et que la BCE abaissait ses taux.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Poursuite de la dynamique positive au 2ème semestre

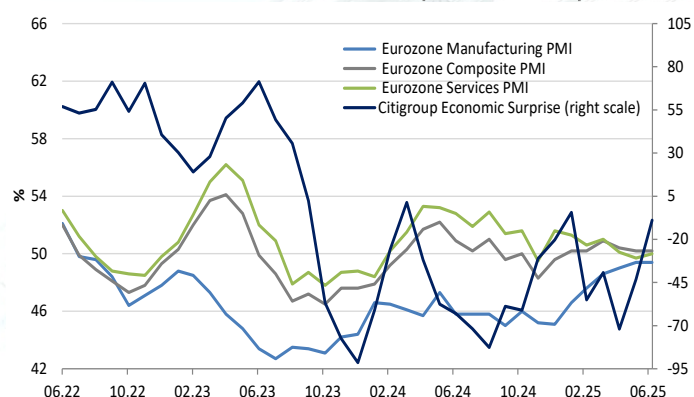
Après un premier trimestre à +0.3 %, la plupart des économistes s'attendent à ce que la croissance de la zone euro reste modérée au T2 2025, probablement dans une fourchette similaire de +0.2 % à +0.4 %. La Banque Centrale Européenne (BCE) et la Commission européenne ont révisé à la baisse leurs prévisions de croissance pour l'ensemble de l'année 2025. La Commission européenne table désormais sur +0.9% pour l'année 2025, tout comme la BCE. Il est en effet difficile d'imaginer quels pourraient être les facteurs de surprises positives au cours des prochains mois renforçant les perspectives de croissance, en particulier dans le contexte relativement inchangé depuis le 2 avril de guerre commerciale sans perspective d'amélioration. Après avoir craint des droits de douane prohibitifs, même en cas d'accord sur des tarifs moins extrêmes, l'impact restera négatif. Il faudra alors compter sur une reprise du commerce international hors Etats-Unis avec les autres partenaires économiques de la zone euro pour compenser les chocs imposés par le président américain sur les transactions bilatérales avec la zone euro. Cela dit, certains facteurs en zone euro montrent des signes clairs d'amélioration, notamment l'évolution de l'inflation, qui repasse en dessous de 2%. La politique monétaire de la BCE reste résolument accommodante et facilite l'accès au crédit et à l'investissement. La confiance constitue sans doute un facteur décisif freinant la consommation et l'investissement, mais la zone euro pourrait malgré tout surprendre par un regain de dynamisme, notamment en Allemagne dans le secteur industriel, et en France grâce à une reprise de la consommation.

A moyen terme, la hausse structurelle des dépenses de défense aura un impact sur l'investissement et la production industrielle. Néanmoins, à court terme, nos prévisions pour le T2 favorisent un développement de l'économie plutôt sur la partie haute des prévisions à +0.4%. Sur un an, le PIB réel de la zone euro pourrait donc s'afficher à +1.1% en 2025, légèrement mieux que ne l'escompte la BCE, essentiellement en cas de reprise au second semestre.

Les indicateurs avancés restent modérément optimistes

Les indices PMI pour le T2 2025 suggèrent une poursuite de la croissance, mais à un rythme très lent. Le secteur manufacturier montre des signes d'amélioration, notamment une stabilisation des commandes, tandis que le secteur des services semble ralentir. Dans l'ensemble, ces indicateurs confirment les prévisions d'une croissance modérée pour le T2, probablement autour de +0.3%. Le secteur manufacturier de la zone euro s'est nettement amélioré depuis le début de l'année, mais il reste en territoire de contraction (49.4) après avoir progressé pour le quatrième mois consécutif en juin, bien que le rythme d'expansion ait ralenti. Les nouvelles commandes se sont stabilisées en juin, mettant fin à une longue période de déclin. A contrario, Le secteur des services, qui a été le principal moteur de l'activité ces derniers trimestres, semble perdre de son élan. Les anticipations d'activité ont nettement décroché en mai, atteignant leur plus bas niveau depuis cinq ans, ce qui est un signe de prudence des entreprises. L'Indicateur de Sentiment Économique (ESI) a légèrement baissé en juin, décevant les attentes du marché. Cette baisse est principalement due à une confiance réduite dans le secteur de l'industrie et chez les détaillants. Seuls les services et la construction ont montré une amélioration. Globalement, le contraste entre la France et l'Allemagne est à noter, car les indicateurs PMI français se sont nettement dégradés, montrant une contraction de l'activité, alors que les signaux en Allemagne s'améliorent tout en restant fragiles.

Indicateurs avancés PMI et de surprises économiques



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La confiance des ménages devrait s'améliorer

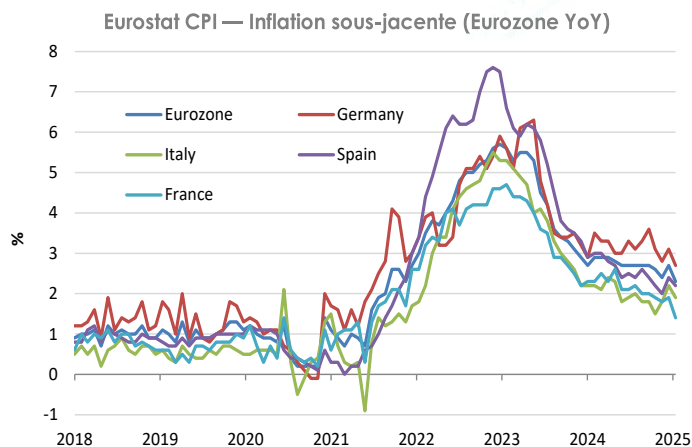
Après huit baisses de taux de la BCE et une chute de 4.5% à seulement 2.15% des taux directeurs, l'assouplissement monétaire de la BCE n'a pas encore suffi à regonfler le moral des ménages. Selon les données de la Commission européenne, l'indice de confiance des consommateurs de la zone euro s'est établi à -15,3 en juin 2025, restant stable par rapport à la fin du mois de mai. Ce chiffre est quelque peu inférieur aux attentes des économistes, qui prévoyaient une légère amélioration. Malgré la baisse de l'inflation et une chute du loyer de l'argent, la stagnation de la confiance à un niveau historiquement bas est une situation inédite et étonnante. Pour rappel, la moyenne de long terme de cet indicateur est de -10.59. Bien que les consommateurs soient moins pessimistes quant à l'évolution économique générale de leur pays, leur avis sur leur propre situation financière passée et future a légèrement reculé. De plus, leurs intentions de faire des achats importants dans les 12 prochains mois ont diminué. En d'autres termes, les ménages de la zone euro ne sont pas plus optimistes qu'au trimestre précédent. Ils sont toujours prudents et hésitent à se lancer dans de grandes dépenses. Cette situation pourrait freiner la consommation des ménages au T2 2025. Les indicateurs de confiance des ménages dans la zone euro suggèrent que la consommation ne sera probablement pas un fort moteur de croissance au deuxième trimestre. La confiance stagne ou recule, et les intentions d'achats importants sont en berne. Cette prudence généralisée des ménages, particulièrement frappante en Allemagne et en France, confirme que la reprise économique de la zone euro est toujours fragile et que la demande intérieure manque de dynamisme.

L'inflation repasse sous l'objectif de la BCE (+2%)

L'inflation en zone euro avait suivi une trajectoire particulièrement positive en glissant progressivement en dessous de 2% comme nous l'escomptions, avant de légèrement rebondir. En mai, l'inflation totale en glissement annuel a ralenti à 1.9 %. En ce qui concerne l'inflation sous-jacente, hors alimentation et énergie, la tendance a été un peu plus favorable, puisque le niveau atteint en mai, à 2.3%, est inférieur aux précédents. Bien que ce résultat soit supérieur à l'objectif de 2%, il constitue un nouveau jalon. Ces deux mesures d'inflation permettent à la BCE de conforter son appréciation de la situation et de poursuivre sa politique de réduction progressive des taux directeurs. Aux niveaux actuels, les taux de la BCE sont similaires à l'inflation. Cela dit, la baisse des prix de l'énergie a été le principal moteur de la désinflation au cours des derniers mois, alors que l'inflation dans les services

restait plus tenace, principalement en raison de la forte croissance des salaires. Notons qu'en comparaison nationale, il existe une forte hétérogénéité entre les pays, avec la France et l'Italie affichant des taux beaucoup plus bas que l'Allemagne et l'Espagne.

Cependant, du côté des prix à la production, la désinflation s'est poursuivie. En glissement mensuel les prix à la production ont diminué de -2.2% en avril 2025, la plus forte baisse mensuelle depuis deux ans, signalant une nette désinflation. Sur un an la hausse de +0.7% est particulièrement faible et encourageante pour l'évolution prochaine des indices CPI. En effet, si les entreprises subissent moins de pression sur leurs coûts, à terme, cela devrait se traduire par une modération des prix pour les consommateurs.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

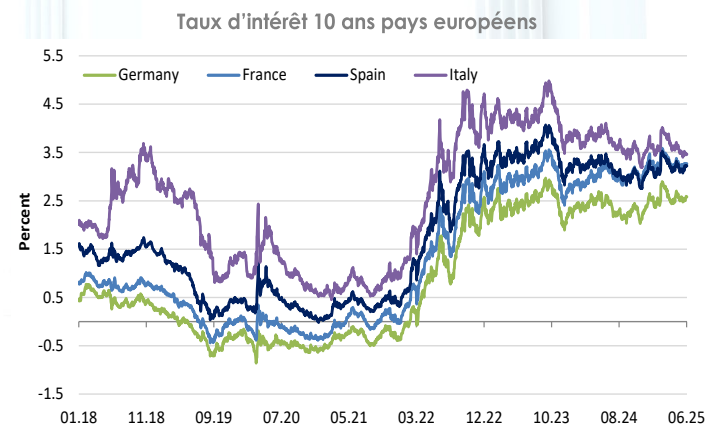
La BCE abaissera ses taux en dessous de 2%

L'évolution favorable de l'inflation est un élément essentiel permettant à la BCE de maintenir sa politique de baisse graduelle de ses taux directeurs. Sa dernière décision de réduire de 0.25% ses taux est intervenue alors que l'inflation poursuivait son déclin. Mais désormais, à l'approche du niveau de 2%, il devient probable que la banque centrale européenne considère qu'elle a pratiquement atteint son point de normalisation. Dès lors, sans une chute prochaine rapide de l'inflation ou d'un retour des risques de récession, il devient de plus en plus probable que la BCE soit tentée de s'engager dans un chemin nouveau en faisant une pause dans son action. Pourtant, le contexte international reste particulièrement incertain, notamment en raison des menaces persistantes de Donald Trump à l'égard de la zone euro. Les risques et incertitudes économiques liés à l'absence de visibilité devraient selon nous pousser à nouveau la BCE à reprendre ses baisses de taux en septembre. Le rythme de croissance actuel reste extrêmement faible et fragile, justifiant au moins temporairement le maintien du soutien de l'institution. Les effets des hausses de droits de douanes américains sont difficiles à estimer sans avoir une connaissance des taux applicables. À quelques jours de la fin de la période de « grâce » de 90 jours, quel que soit l'accord qui pourrait éventuellement être négocié in-extremis, les Etats-Unis auront dans tous les cas fortement augmenté les droits applicables par rapport à ceux qui prévalaient. Pour la zone euro, les effets varieront en fonction de l'impact de cet environnement sur l'euro et l'inflation importée. Il est dès lors probable que la BCE prendra également en considération l'accroissement des difficultés rencontrées par les entreprises pour ajuster sa politique. Nous estimons que la BCE maintiendra sa politique d'assouplissement progressif des conditions monétaires et

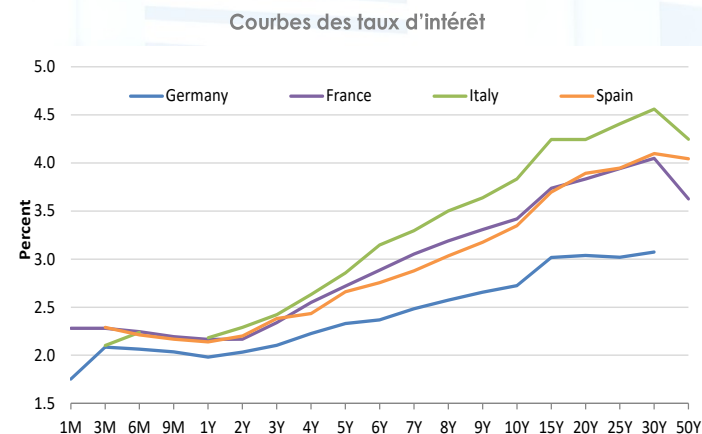
qu'elle abaissera ses taux en dessous de 2% dans les prochains mois.

Perspectives positives mais modérées pour les marchés obligataires en zone euro

Après la dernière baisse de taux directeurs, les rendements à dix ans des divers pays de la zone euro varient entre 2.58% pour l'Allemagne et 3.47% pour l'Italie. La courbe des taux allemands en euros reste légèrement croissante, entre les rendements à deux ans (1.85%) et ceux à dix ans. Globalement, les taux à court terme sont donc proches de l'inflation, ce qui place le rendement réel proche de zéro. Du point de vue de l'action future de la BCE, le taux directeur de 2.15%, similaire à l'inflation sur un an, suggère que les probabilités de détentes nouvelles des taux courts sont donc de plus en plus directement liées à une nouvelle chute de l'inflation ou de difficultés économiques inattendues. En ce qui concerne les taux longs, une prochaine baisse des taux dépend également de l'évolution des risques économique. A court terme, la tendance baissière de l'inflation et la politique monétaire accommodante de la BCE constituent les principaux facteurs de pression sur les courbes de rendement. A moyen terme, les décisions récentes prises par les divers pays européens de renforcer leurs dépenses de défenses auront potentiellement des effets sur les budgets et les niveaux de ratio d'endettement par rapport au PIB. Dans le contexte actuel, nous estimons que les courbes de taux subiront des impacts plus importants sur les parties courtes que sur les échéances plus longues. Un aplatissement n'a donc que peu de chance de se concrétiser. Les perspectives restent cependant favorables également pour ces échéances, mais les gains en capital attendus sont réduits.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

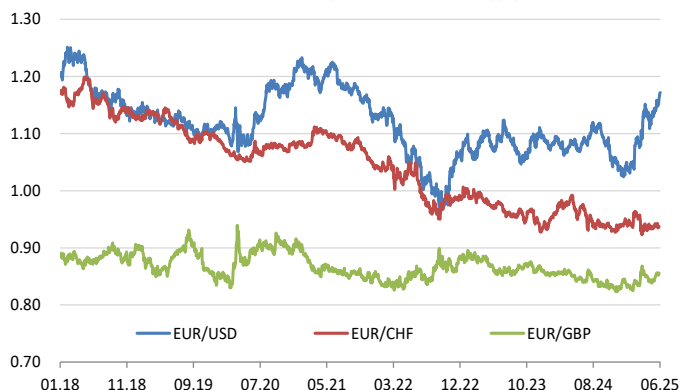


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'euro profite d'un regain de confiance des investisseurs

Depuis l'arrivée de Donald Trump à la maison blanche, l'euro s'est fortement apprécié contre le dollar US, notamment après que le président américain ait annoncé le 2 avril sa volonté de taxer bien plus fortement les importations aux Etats-Unis qu'auparavant. Depuis cette date, l'euro s'est apprécié de plus de +8% contre le dollar, portant sa progression à +13.2% au cours du semestre. Son évolution est restée plus modeste contre d'autres devises telles que la livre sterling (+3.4%), le yen (+3.8%) ou le dollar canadien (+7.5%). Elle s'est avérée forte contre le yuan (+10.6%) et finalement relativement stable contre le franc suisse (-0.4%). L'euro a donc été relativement fort contre le dollar américain et le yuan chinois, mais la devise européenne n'a connu qu'une appréciation modérée et une stabilisation dans la pair euro/CHF. L'évolution du différentiel de taux entre le dollar et l'euro aurait pu être un facteur favorable pour le dollar, mais l'évolution de l'inflation plus positive en zone euro et une croissance meilleure en début d'année ont renforcé la confiance dans la monnaie unique vis-à-vis du dollar. L'euro bénéficie depuis quelques temps d'un regain de confiance qui nous semble pouvoir durer et favoriser une tendance légèrement haussière.

Taux de change euro (USD, CHF, GBP)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'immobilier titrisé bénéficie de la baisse des taux

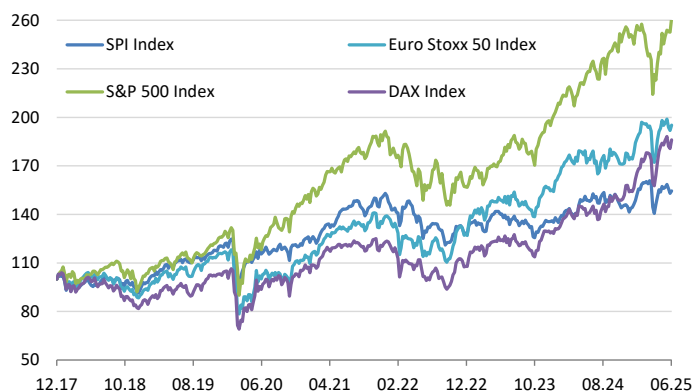
L'immobilier titrisé européen fini par réagir à la politique monétaire positive de la BCE et progresse de +12.6% sur le trimestre et de +9.3% sur six mois. La baisse des coûts de financement se poursuit et soutient les perspectives boursières. Aux niveaux actuels de valorisations, nous estimons que les opportunités sont attrayantes. Avec un rendement moyen de 6.8%, l'indice EPRA Nareit de la zone euro se situe dans les premiers choix de l'univers international, mais il bénéficie

également d'une valorisation séduisante, avec un ratio cours/actifs nets de 59%. 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 progresser de +20% en 2025.

Retour des incertitudes pour les actions pendant l'été

Les valeurs européennes avaient largement surperformé les indices américains en début d'année et terminaient le premier trimestre sur une hausse réduite mais appréciable de +7.2%. Le choc de l'annonce de droits de douane prohibitifs le 2 avril n'avait pas épargné les actions européennes qui chutaient de -13%, mais le report de 90 jours de leur implémentation avait permis un rebond massif de +18% qui replaçait les indices actions sur leurs niveaux de mars. Les bourses européennes bénéficiaient à nouveau d'une confiance retrouvée des investisseurs face à l'incertitude criante provoquée par la politique de Trump aux Etats-Unis. Les investisseurs se sentent rassurés par des valorisations bien plus raisonnables en Europe, alors que la dégradation des perspectives économiques américaines inquiète. La baisse de l'inflation semble plus structurelle et autorise le maintien d'une politique monétaire flexible. La croissance des profits pour 2026 (10.5x) est probablement sous-estimée dans ce contexte, alors que la valorisation de 14.3x (PE) est très inférieure à celle du S&P500 (20.8x) ou du Nasdaq (26.2x). Elle semble également toujours attrayante par rapport aux actions japonaises (19.2x), suisses (16x) et sont à peine plus chères que les valeurs chinoises (12.3x). Nos attentes de progression du SX5E vers 5'500 se sont matérialisées, mais les doutes semblent de retour à ces niveaux suggérant une nouvelle phase possible de faiblesse durant l'été. Nous recommandons une diminution des risques en valeurs européennes à ces niveaux.

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