

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé &amp; CIO



## DISCOUNT ATTRAYANT POUR LES ACTIONS BRITANNIQUES

Récession probable au 2ème semestre. Chute des indicateurs avancés. La confiance des ménages s'érode. L'inflation baisse enfin. Fin prochaine du cycle de hausse de taux. Consolidation de l'immobilier. Valorisation attrayante des actions.

### Points clés



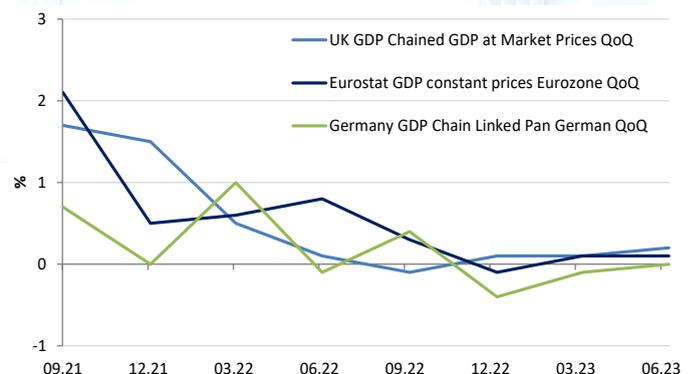
- Résurgence des risques pour l'économie britannique
- La récession interviendra au 2ème semestre
- Nouveaux déclin inquiétants des indicateurs avancés
- Fléchissements notables du marché du travail
- Confiance des ménages et remise en question
- L'inflation baisse enfin
- La Bank of England voit la fin prochaine du cycle de hausse de taux d'intérêt
- Nouveaux sommets pour les taux d'intérêt ?
- La livre sterling pourrait profiter de rendements plus attractifs
- L'immobilier poursuit sa consolidation
- Discount toujours attractif pour les actions

### Résurgence des risques pour l'économie britannique

Depuis plusieurs trimestres l'économie britannique résistait aux prévisions des économistes d'une probable récession. Au 2ème trimestre elle semble une nouvelle fois avoir surpris les prévisionnistes en enregistrant une nouvelle légère progression de +0.2% supérieure à la prévision d'une stagnation (0%) de la croissance, qui fait suite à une petite hausse de +0.1% enregistrée au T1, mais qui s'avère être la plus forte progression depuis un an. L'économie britannique reste pourtant menacée par une situation compliquée dans le marché de l'emploi, l'immobilier, le commerce extérieur, la production industrielle, l'inflation et finalement la demande intérieure. Ce résultat positif lui permet donc une nouvelle fois d'éviter une récession à la fin juin et d'écarter le spectre immédiat d'une décroissance sur deux trimestres consécutifs. A la fin juin, une inflation toujours pas maîtrisée, une politique monétaire restrictive et une hausse des coûts de financement n'ont pas encore eu les effets logiquement escomptés en ne pesant pas suffisamment sur la dynamique pour pousser l'économie en décroissance. Les perspectives ne nous semblent logiquement pas meilleures aujourd'hui, notamment en raison de la persistance de l'inflation et de la nécessité

comprise par la BoE de poursuivre sa politique de hausse de taux afin de tenter de courber la trajectoire de hausse des prix. La résistance globale de l'économie est essentiellement due à une dynamique domestique toujours étonnamment résistante et soutenue par une consommation privée en hausse de +0.7% ainsi que par des dépenses publiques en nette progression de +3.1% sur le trimestre. L'économie britannique était donc à la fin juin en très faible croissance et en sursit temporaire selon nous car les forces en présence devraient finalement mordre plus nettement sur la consommation et l'investissement, stable sur la période. En séquence annuelle, la croissance du PIB progresse tout de même de +0.4%. Nous ne pensons pas que ce résultat soit le signe d'une reprise, mais au contraire considérons que le troisième trimestre devrait commencer à montrer une réelle faiblesse de l'économie, qui devrait alors être moins soutenue par ces deux composantes domestiques.

Croissance trimestrielle du PIB—Royaume-Uni



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

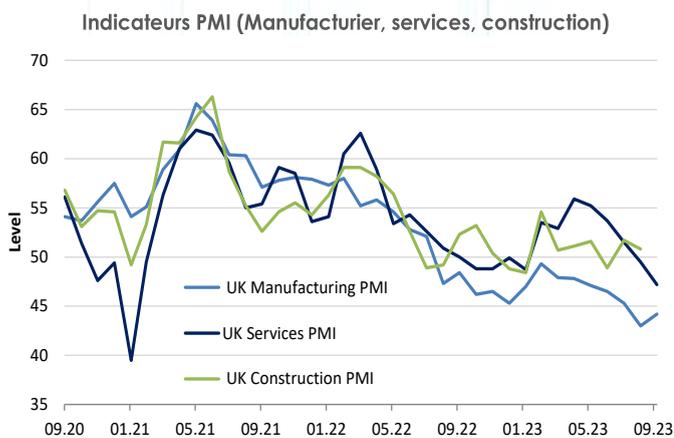
### La récession interviendra au 2ème semestre

La résistance des ménages devrait marquer un peu le pas au moment où les dépenses gouvernementales seront aussi en phase de stabilisation. Dès lors, un réel ralentissement devrait enfin intervenir au 3ème trimestre et certainement se poursuivre en fin d'année. La publication récente du PIB pour le mois de juillet semble déjà confirmer cette prévision de déclin de l'activité au Royaume-Uni. L'économie britannique a en effet enregistré un déclin net de -0.5% en juillet, ce qui constitue la plus forte chute depuis sept mois.

La contraction du PIB de juillet efface totalement la progression de juin et s'avère très supérieure aux attentes (-0.2%). Ce résultat constitue probablement une indication de faiblesse pouvant plonger l'économie britannique dans une nouvelle phase de déclin. La BoE s'attendait à une croissance de +0.4% pour le 3ème trimestre qui n'a que peu de chance de se concrétiser compte tenu du choc de croissance enregistré pour le mois de juillet. La baisse de l'activité a été relativement généralisée, la production industrielle en chute de -0.7% fait écho à la baisse de -0.8% du segment manufacturier, tandis que la construction déclinait de -0.5% comme le secteur des services (-0.5%). Au cours du mois de juillet, les indicateurs avancés PMI suivaient aussi une tendance similaire pointant vers une dégradation des perspectives à court terme. Le PMI manufacturier glissait à 45.3, celui des services chutait plus rapidement de 53.7 à 51.5, tirant tous les deux l'indice global à 50.8 proche de la limite de croissance. Le contexte économique se péjore donc au Royaume-Uni laissant entrevoir un troisième trimestre négatif et une fin d'année encore difficile. Notre prévision de croissance du PIB pour l'année est ajustée à +0.1%.

### Nouveaux déclin inquiétants des indicateurs avancés

A l'approche de la fin du 3ème trimestre, les indicateurs avancés publiés pour le mois d'août confirment les anticipations de décroissance économique pendant la période estivale. Le PMI manufacturier est désormais en chute à 43 très en dessous du seuil théorique de croissance de 50. Il s'agit de son plus bas niveau historique atteint après une baisse régulière enclenchée en mai 2021, à l'exception du point bas touché en avril 2020 en pleine pandémie. Le PMI des services (49.5) passe également en dessous du seuil de croissance et touche son plus bas niveau des dernières années, ce qui constitue aussi un résultat inquiétant pour la performance globale du segment domestique. L'indicateur composite (48.6) tombe aussi sous la barre de croissance de 50. Les mesures des PMI n'incluant pas le secteur public, nous estimons que celles-ci ne devraient pas pouvoir compenser la baisse d'activité enregistrée dans les secteurs privés.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

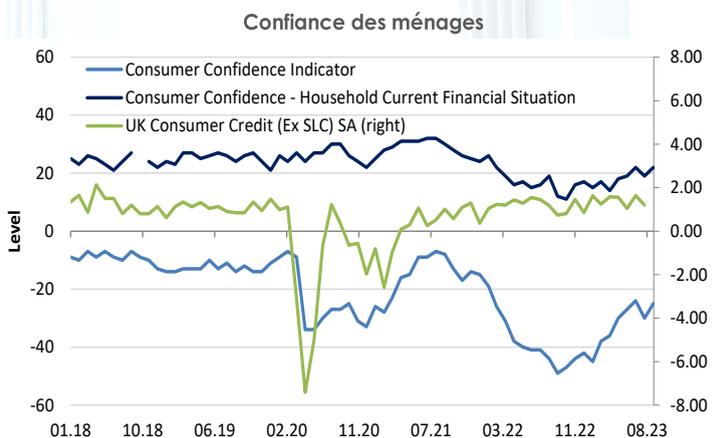
### Fléchissements notables du marché du travail

Le marché du travail commence à montrer quelques signes de faiblesse comme le montre simplement le niveau du taux de chômage enfin en progression depuis plusieurs mois au-dessus de 4%. Le taux de chômage de juillet (4.3%) est ainsi le plus haut dans un contexte hors récession. La croissance de l'emploi a chuté depuis son point haut d'avril (+250k) et se contracte une nouvelle fois en juillet (-207k) après une décroissance de -66k poste en juin. Le

changement de dynamique est enfin net et devrait conforter la BoE sur sa politique visant à calmer le marché du travail. Les risques potentiels de reprise de l'inflation par les salaires sont ainsi en train de diminuer très sensiblement, mais la hausse des rémunérations hebdomadaires hors bonus de +7.8% (3m/GA) reste très importante. Elle s'affiche au plus haut de la décennie et ne montre encore aucun signe de fléchissement. Il reste difficile de prédire si la croissance des salaires a atteint un pic, mais ces hausses de revenus nominaux contribuent à limiter la perte de pouvoir d'achat des ménages. La diminution de ce risque ne sera que très graduelle et probablement pas suffisante aux yeux de la banque centrale pour qu'elle modifie sa politique avant plusieurs mois.

### Confiance des ménages et remise en question

Le niveau de vie des ménages est à nouveau en hausse pour la première fois depuis le début 2002 grâce à une progression des salaires réels et à une hausse importante des salaires nominaux. Même si nous considérons que ces hausses devraient rapidement se stabiliser, il semble que pour l'instant les ménages voient cette progression comme un facteur très positif renforçant leur degré de confiance. En effet, l'indicateur de confiance des ménages (GfK) poursuit en août (-25) sa progression graduelle enclenchée en septembre, tout en restant encore très en dessous de son niveau qui prévalait avant la crise sanitaire. La hausse récente du taux de chômage et la chute des créations d'emplois ne manquent pas de détériorer le sentiment et la résilience des consommateurs face à une inflation qui ne baisse que lentement et face à la hausse durable des coûts de financement et du crédit. Les ventes de détail ont ainsi réagi par une chute de -1.2% en juillet suggérant aussi une remise en question des anticipations des ménages et une remise en question de leur degré de confiance.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

### L'inflation baisse enfin

Le chiffre d'inflation pour le mois de juillet montre la première contraction des prix de -0.4% sur le mois depuis janvier (-0.6%). Sur un an, l'indice CPI de juillet tombe à +6.8% en net déclin par rapport à son niveau de juin (+7.9%) et son sommet de +11.1% en octobre 2022. L'inflation a certes entamé une nouvelle tendance baissière plus nette au Royaume-Uni, mais elle devrait enregistrer plusieurs périodes négatives désormais pour satisfaire les consommateurs et la banque centrale. Du côté des prix à la production (PPI), le déclin est beaucoup plus net et s'avère très encourageant pour l'évolution prochaine des indices CPI. En effet, la baisse de -0.8% en juillet sur un an montre un renversement de tendance important en regard de la hausse enregistrée en juillet 2022 de +19.7%.

Si ces quelques mesures peuvent constituer une source de satisfaction, l'évolution de l'indice CPI de base, hors alimentation et énergie, reste très largement une source d'inquiétude de la BoE. Le dernier chiffre publié de +6.9% est maintenant similaire à celui de l'indice global, mais il reste proche de son plus haut niveau historique.

Ce dernier point suggère encore que la banque centrale britannique ne pourra pas modifier sa politique et devrait maintenir une pression sur les taux. Un ralentissement conjoncturel britannique plus sensible semble clairement indispensable à la diminution du niveau de consommation de services par les ménages pour affecter favorablement l'indice de base.

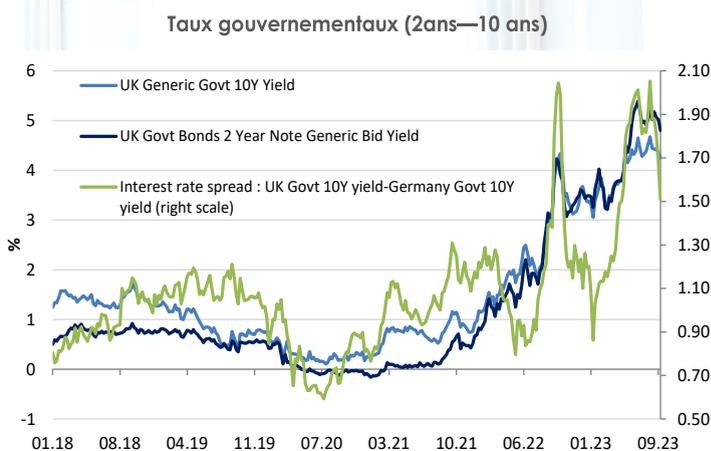
## La Bank of England voit la fin prochaine du cycle de hausse de taux d'intérêt

Le ralentissement conjoncturel qui commence à se profiler et qui accroît les risques de récession commence certainement à alimenter les débats au sein des membres du comité monétaire de la banque centrale du Royaume-Uni. Après quatorze hausses consécutives de taux directeurs et une politique monétaire restrictive parmi les plus promptes à se mettre en place en décembre 2021, la BoE est maintenant devant une nouvelle situation difficile quelques jours avant de devoir décider si elle procèdera à une quinzième hausse ou si le temps d'une pause est enfin venu. Malgré une politique restrictive déjà sévère, la lutte contre l'inflation ne semble pas encore gagnée. L'inflation britannique est en effet pratiquement deux fois plus élevée que celle des Etats-Unis pour un niveau de taux similaire et une croissance pratiquement nulle. Le niveau des taux directeurs actuel à 5.25% est ainsi encore très inférieur à l'inflation annuelle. Une nouvelle hausse le 21 septembre semble encore très probable en dépit de quelques statistiques suggérant un net ralentissement économique depuis le mois de juillet alors que la probabilité de statu quo est désormais de 50%. La BoE espérait déjà depuis plusieurs mois que son action aurait plus rapidement des effets sur la consommation et la croissance, qui ne marquent le pas finalement qu'au 3ème trimestre. La baisse des prix de l'énergie n'a pas suffi à calmer significativement la hausse des prix alors que l'évolution des salaires reste en forte croissance. Ces éléments ne montrent pas de signes suggérant une prochaine tendance de ralentissement permettant les ajustements indispensables pour permettre d'envisager une baisse de l'inflation des services.

Les autorités monétaires britanniques vont pourtant sans doute considérer que le ralentissement économique actuel et les signes d'un tassement du marché du travail offrent déjà des perspectives encourageantes pour une diminution de l'inflation. Notre scénario central prend en considération les effets positifs d'une chute des prix à la production sur les indices de prix à la consommation qui devraient permettre à la BoE de marquer une pause en septembre dans sa politique de hausse de taux. Toutefois, il reste probable que le MPC préférera remonter une dernière fois peut-être ses taux en suggérant en même temps qu'une pause à partir de ce point serait certainement appropriée dans l'attente de voir tous les effets du cycle restrictif se transmettre dans les divers secteurs de l'économie.

## Nouveaux sommets pour les taux d'intérêt?

Les taux à dix ans du gouvernement britannique ont une nouvelle fois atteint le seuil de 4.5%-4.75% qui avait été touché en septembre 2022, lorsqu'une vague de panique avait déferlé brutalement sur les marchés de capitaux en livre sterling à l'annonce du « mini-budget » qui avait mis le feu aux poudres et embrasé rapidement les marchés des changes comme celui des capitaux. Les rendements à long terme des Gilts ont donc atteint 4.75% en août, poussés par l'évolution décevante de l'inflation et par les perspectives de nouvelles hausses de taux directeurs pouvant porter les taux à court terme à 6%. Au cours des trois derniers mois, les taux longs ont oscillé autour de 4.5% dans l'attente de signes plus clairs annonçant enfin la récession tant attendue. Suite à cette évolution, la courbe des taux en livre sterling est restée inversée puisque les taux courts ont aussi subi une hausse de 0.25% en août portant la partie courte de la courbe de taux à 5.5%. L'inversion de la courbe est ainsi essentiellement observable entre les échéances courtes et moyennes inférieures. Sur toutes les échéances, les rendements réels sont négatifs compte tenu d'une inflation toujours proche de +7%. En comparaison internationale, la courbe des taux nous semble toujours trop basse pour le niveau d'inflation observé au Royaume-Uni. Cependant, après les développements récents sur le plan macroéconomique, une phase de stabilisation et de déclin limité des taux longs pourrait malgré tout se concrétiser, en particulier si la BoE devait décider le 21 septembre de marquer une pause dans sa stratégie.

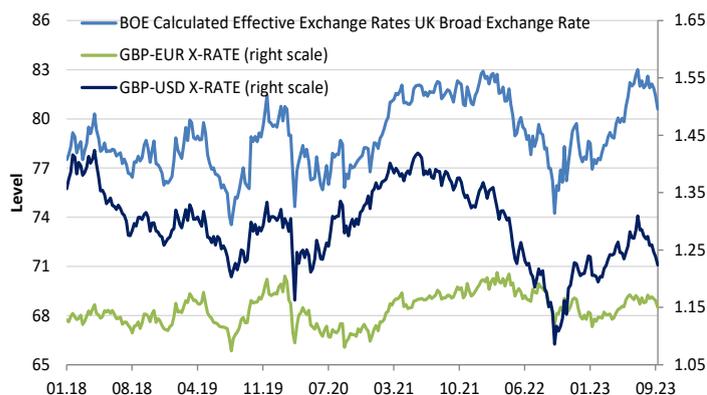


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

## La livre sterling pourrait profiter de rendements plus attrayants

La progression des taux directeurs et la hausse des rendements constituent des facteurs de soutien à la devise. Les différentiels de rendement sont en faveur de la livre contre la plupart des devises, y compris contre le dollar sur les plus longues échéances. Néanmoins, ces facteurs ne semblent pas jouer en faveur d'une appréciation de la livre qui s'est tout juste stabilisée contre l'euro au cours des trois derniers mois autour du niveau pivot de 0.86 et proche de 1.11 contre le franc suisse. Le rebond du dollars des dernières semaines a aussi affecté la paire USD/GBP. Le différentiel de taux pourrait soutenir l'intérêt des investisseurs pour la devise britannique, mais nous estimons qu'une appréciation de celle-ci n'est pas encore à l'ordre du jour et privilégions des perspectives plus modérées pour l'évolution prochaine de la devise britannique qui sera prochainement négativement affectée par la publication de statistiques soulignant le ralentissement conjoncturel de l'économie britannique.

### Taux de change effectifs de la Livre



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

### L'immobilier poursuit sa consolidation

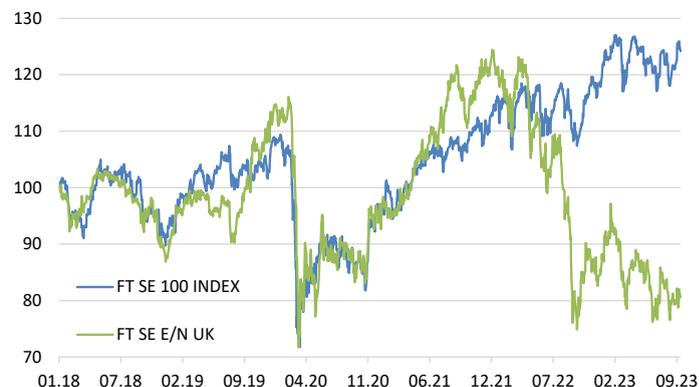
La croissance annuelle des prix de l'immobilier poursuit sa très nette consolidation en 2023. Après avoir atteint +14.3% sur un an en juillet 2022, la hausse des prix immobiliers sur un an n'est plus que de +1.7% en juin 2023. Il s'agit de la plus faible progression depuis juin 2020. Selon les chiffres publiés par Nationwide Building Society, le prix moyen des maisons aurait même décliné de -5.3% en août depuis son pic de l'année précédente qui constitue la plus forte contraction des dix dernières années. Le déclin est net et touche toutes les régions du Royaume-Uni. Le boom immobilier montre donc enfin des signes de faiblesse. Depuis le pic de juillet 2020 le tassement des prix est donc très net. La hausse des coûts de financement commence à développer des effets sur les ménages qui font face à un choc lors du renouvellement de leurs prêts hypothécaires. La chute des approbations de financement hypothécaire s'est stabilisée, mais se situe près de 50% en dessous du niveau de l'été 2022. Cet indicateur annonce une chute plus importante des prix de l'immobilier au cours des prochains mois. La situation des ménages, déjà difficile en raison de la hausse de l'inflation, sera encore exacerbée par la hausse du coût de financement hypothécaire sur leurs budgets. Les taux hypothécaires moyens à deux ans ont atteint 6.5% et se situent à 6% pour les taux à cinq ans. Environ 1.7 millions de ménages sont influencés directement par l'évolution des taux à court terme. Le marché immobilier britannique devrait subir plus fortement en 2023 les effets de la diminution des capacités des ménages à investir, voir même à maintenir leurs investissements immobiliers. Dans le contexte attendu de ralentissement conjoncturel pour 2023, une baisse de l'ordre de -10% des prix de l'immobilier, moins sévère que celle induite après la crise financière de 2008 qui avait vu le prix chuter de -16%, nous semble probable. L'immobilier titrisé

britannique, déjà en déroute de -34% en 2022 en raison des anticipations négatives liées à la perspective de hausse des coûts de financement, a encore chuté en 2023 de -11%, portant globalement la correction des prix des valeurs cotées à près de -45%. Néanmoins, nous estimons que si la chute des cours de l'immobilier direct physique n'a pas atteint son point d'équilibre, il en va selon nous différemment de l'immobilier titrisé qui semble déjà présenter des opportunités de repositionnement, notamment en raison de valorisations attrayantes.

### Discount toujours attrayant pour les actions britanniques

L'indice FTSE100 subit depuis quelques semaines les effets des anticipations de relance restrictive de la politique monétaire et de taux d'intérêt en hausse. La volatilité mensuelle observée pendant l'été laisse pourtant le marché actions pratiquement inchangé à la fin septembre. Le ralentissement économique actuel pourrait s'avérer être un facteur positif pour le marché britannique qui bénéficierait enfin d'un scénario de politique monétaire et de taux d'intérêt moins défavorable. Le niveau actuel du marché britannique offre quelques opportunités en raison de mesures de valorisations plutôt attrayantes sur le plan absolu et relatif. L'ensemble des sociétés du FTSE100 profitent toujours d'un avantage relatif grâce à un PE moyen (10.7x) nettement inférieur à celui des valeurs américaines du S&P500 (18x) et du SMI. Le discount vis-à-vis des actions européennes s'est toutefois réduit et ne représente plus qu'un écart de 10%. Les mesures de valorisations techniques suggèrent aussi une situation de survente à partir de laquelle une nouvelle phase de hausse semble probable.

### Actions britanniques et immobilier titrisé



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