

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



AJUSTEMENT DES PERSPECTIVES POUR LES ACTIFS BRITANNIQUES

Récession repoussée en 2024. Amélioration de la confiance des ménages. L'inflation baisse enfin sensiblement. Prudence et pragmatisme de la BoE. Normalisation des taux. Rebond de l'immobilier titrisé et des actions

Points clés



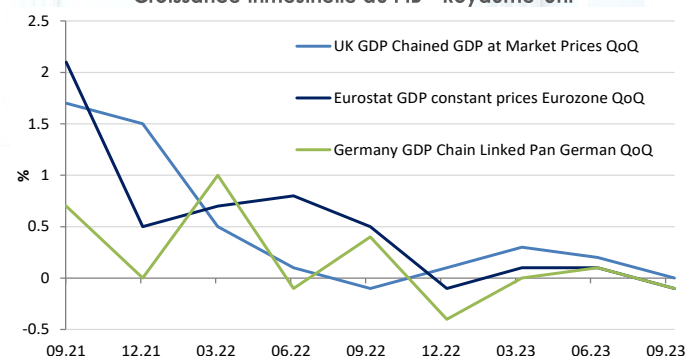
- L'économie britannique flirte encore avec la récession
- La récession est repoussée au début 2024
- Reprise timide des indicateurs avancés
- Fléchissements notables du marché du travail
- Confiance des ménages en amélioration
- L'inflation baisse enfin plus sensiblement
- La BoE joue toujours la prudence pragmatique
- Normalisation des perspectives pour les taux d'intérêt
- Ce n'est pas encore le moment pour la livre sterling
- Perspectives positives pour l'immobilier titrisé
- Discount toujours séduisant pour les actions

L'économie britannique flirte encore avec la récession

Depuis plusieurs trimestres, l'économie britannique résistait aux prévisions des économistes d'une probable récession. Après un 2ème trimestre qui avait déjà créé la surprise auprès des prévisionnistes grâce à une légère progression de +0.2%, la conjoncture britannique surprend à nouveau au 3ème trimestre en évitant une contraction de son PIB. Avec ce résultat surprise d'une croissance nulle au T3, l'économie britannique reste pourtant menacée par une situation compliquée dans le marché de l'emploi, l'immobilier, le commerce extérieure, la production industrielle, l'inflation et finalement la demande intérieure. Ce résultat nul lui permet donc une nouvelle fois d'éviter une récession à la fin septembre et d'écarter pour l'instant le spectre immédiat d'une récession en 2023. A la fin septembre, 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 à des niveaux trop élevés et de la nécessité comprise par la BoE de poursuivre sa politique restrictive afin de tenter de courber la trajectoire de hausse des prix. La résistance globale de l'économie est cette fois plutôt due à une amélioration de la balance commerciale (+0.43%), à une baisse des importations (-0.26%) et une hausse des exportations (+0.17%), tandis que la contribution des dépenses des ménages devenait négative (-0.25%). La demande intérieure commence donc enfin à fléchir, la consommation privée décline de -0.4% après avoir été en hausse de +0.5% au trimestre précédent, alors que les dépenses gouvernementales glissent aussi de -0.4% après une belle progression précédente de +2.5% au T2. L'économie britannique est toujours en sursis et flirte avec la décroissance. Les forces en présence devraient finalement mordre plus nettement sur la consommation et l'investissement au cours des prochains mois. En séquence annuelle, la croissance du PIB progresse tout de même de +0.6%.

Croissance trimestrielle du PIB—Royaume-Uni



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La récession est repoussée au début 2024

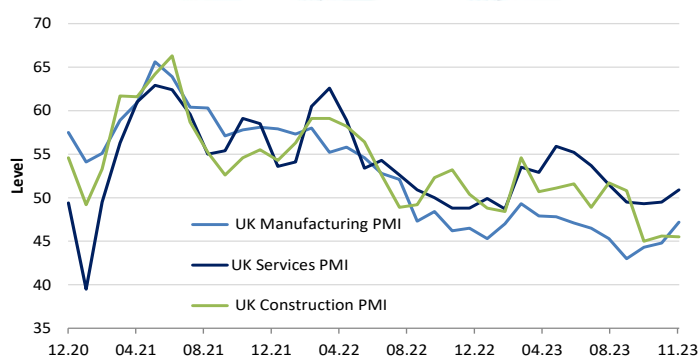
La résistance des ménages marque le pas au moment où les dépenses gouvernementales sont aussi en phase de contraction. Dès lors, un réel ralentissement devrait enfin intervenir dans les prochains mois et se poursuivre en début d'année. La publication du PIB pour le mois d'octobre devrait déjà confirmer cette prévision de déclin de l'activité au Royaume-Uni. L'économie britannique devrait à nouveau enregistrer une décroissance de -0.1% qui pourrait bien se poursuivre sur le trimestre complet.

Cette évolution probable pourrait toutefois être ralentie par une amélioration de l'inflation qui semble finalement ralentir, comme le suggèrent le CPI d'octobre (0%), l'indice des prix de détail (-0.2%) et les prix la production (+0.1%). La confiance des consommateurs est basse, mais elle ne se dégrade plus, comme l'évolution des prix de l'immobilier en phase de stabilisation en novembre. La baisse de l'activité semble finalement limitée en début de 4ème trimestre, ce qui pourrait bien permettre au PIB britannique de résister un trimestre de plus aux prévisions de récession. Notre prévision de croissance du PIB pour l'année est encore positive, mais elle se situe tout juste au-dessus de zéro pour l'ensemble de la période (+0.1%).

Reprise timide des indicateurs avancés

À l'approche de la fin du mois de novembre, les indicateurs avancés publiés confirment les anticipations de décroissance économique sans annoncer toutefois une tendance nette à la baisse de l'activité. Le PMI manufacturier rebondit de ses plus bas atteint en août (43) et se situe à 47.2 à la fin novembre, plus proche de son seuil de croissance qu'il y a deux mois. Le PMI des services rebondit aussi de 49.3 à 50.9 et repasse au-dessus du seuil de croissance. L'indicateur composite s'améliore donc logiquement à 48.7 mais reste en dessous de la barre de croissance de 50. Les mesures des PMI n'incluant pas le secteur public, nous estimons que les dépenses publiques en déclin ne devraient pas pouvoir compenser la baisse d'activité attendue dans les secteurs privés. Les indicateurs PMI s'avèrent donc moins négatifs, mais sont encore loin d'annoncer une relance conjoncturelle espérée.

Indicateurs PMI (Manufacturier, services, construction)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Fléchissements notables dans le marché du travail

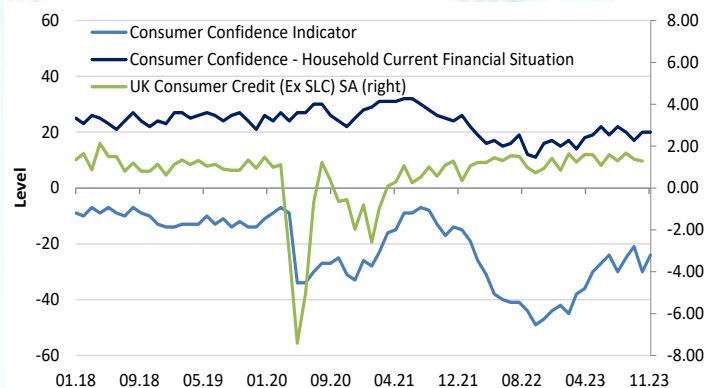
Le marché du travail commence à montrer quelques signes de faiblesse, mais la hausse du taux de chômage reste très limitée. Il n'a en effet progressé que de 3.8% à 4% en dix mois. La croissance de l'emploi a chuté depuis son point haut de mars et s'était contractée en juillet et en août, mais les chiffres d'octobre font état d'une légère augmentation des créations d'emplois. Celles-ci restent cependant très en dessous des niveaux observés au 1er semestre. Le changement de dynamique est pourtant enfin notable 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 +7.7% (3m/GA) reste très importante à la fin septembre. Elle s'affiche toujours proche des plus hauts 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 en amélioration

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 due à la baisse de l'inflation et à une hausse importante des salaires nominaux en raison du rattrapage en cours de niveaux de salaire après l'inflation de 2022. 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 positif renforçant marginalement leur degré de confiance. En effet, l'indicateur de confiance des ménages (GfK) se stabilise bien plus haut (-24) que son niveau catastrophique de septembre 2022 (-48.7). Tout en restant encore très en dessous du niveau qui prévalait avant la crise sanitaire (-8), la confiance s'améliore indéniablement contre toute attente et alors que l'économie flirte avec la récession. La hausse récente du taux de chômage et la chute des créations d'emplois ne manqueront 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 -2.7% octobre, indiquant aussi une remise en question des anticipations des ménages et une remise en question de leur degré de confiance.

Confiance des ménages



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'inflation baisse enfin plus sensiblement

Après une contraction temporaire des prix en juillet de -0.4%, l'indice CPI a ensuite rebondi en août et septembre, décevant ainsi les attentes des prévisionnistes qui espéraient un renversement de tendance plus net pendant l'été. Avec la publication du CPI d'octobre de 0%, les espoirs renaissent. L'inflation a entamé une nouvelle tendance baissière plus nette au Royaume-Uni depuis six mois dans un régime résolument plus modéré, mais on attend encore une décélération plus nette qu'annonce peut-être enfin le chiffre d'octobre. Le déclin de l'inflation se concrétise plus nettement sur les données annuelles avec la chute à seulement +4.6% du CPI sur un an, très inférieure au top de +11% atteint il y a exactement douze mois. 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 -0.6% en octobre sur un an montre un renversement de 2022 de la tendance totale en regard de la hausse enregistrée en juillet 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, malgré une chute très appréciable entre le mois de septembre et le mois d'octobre de +6.1% à +5.7% reste encore trop élevé pour la BOE. La tendance est certes baissière, mais elle est encore loin de l'objectif de la banque centrale. Ce dernier point suggère encore que la BOE 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, car c'est de ce côté que se trouve la principale résistance actuelle de l'inflation. Elle est en effet soutenue par un indice SPI des services qui ne montre pas assez de signes de fléchissement en octobre avec une progression toujours inquiétante de +6.6%.

La BoE joue toujours la prudence pragmatique

Le net ralentissement conjoncturel qui s'est installé depuis plusieurs trimestres et qui pourrait prochainement se transformer en récession alimente les débats au sein des membres du comité monétaire de la banque centrale du Royaume-Uni. Ils sont en effet restés prudents en maintenant une pause dans leur politique restrictive décidée en septembre. 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 un peu plus confortable, quelques jours avant de devoir décider si elle procède à une dernière hausse avant la fin de l'année ou si elle maintient son attitude attentiste. Désormais, la politique restrictive sévère menée semble porter ses fruits. L'inflation britannique s'est sensiblement affaiblie tant en ce qui concerne les indices de prix à la consommation que les indices de prix à la production et les tendances semblent aussi suffisamment installées pour développer des effets dans les mois à venir. D'un point de vue relatif, l'inflation britannique a accéléré sa correction et ne se trouve plus aussi loin 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 maintenant aussi au Royaume-Uni, comme aux Etats-Unis, au-dessus du CPI. Dans ce contexte, une nouvelle hausse en décembre semble hautement improbable. Nous estimons que la BOE ne se laissera pas influencer par l'évolution trop lente de la baisse des prix dans les services et qu'elle conservera donc sa position attentiste en fin d'année. L'affaiblissement de la consommation des ménages devrait prochainement aussi avoir un impact sur l'inflation mesurée dans le secteur des services. Les autorités monétaires britanniques vont donc considérer que le ralentissement économique actuel et les signes d'un tassement du marché du travail offrent déjà des perspectives encourageantes pour une poursuite du déclin 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 patienter et de maintenir sa politique inchangée.

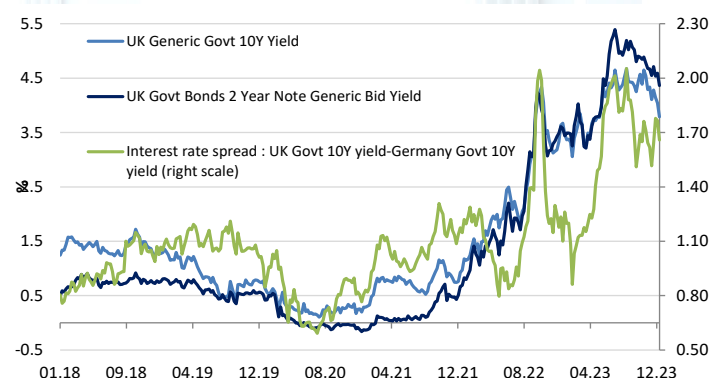
Normalisation des perspectives pour les taux d'intérêt

Le ralentissement conjoncturel de plus en plus visible, ainsi que la détente plus marquée de l'inflation, laissent désormais espérer une évolution un peu différente de celle envisagée il n'y a que quelques mois pour les taux d'intérêt. En octobre, les taux à dix ans du gouvernement britannique ont une nouvelle fois atteint le seuil de 4.5% qui avait été touché en septembre

2022, puis plus récemment en juillet et en août 2023. Le mois de novembre s'est avéré être un mois de transition potentiellement très important pour la politique monétaire, mais aussi pour le niveau de la courbe de rendement des obligations gouvernementales britanniques. Une suite de statistiques économiques a en effet sensiblement modifié l'appréciation des risques de durcissement monétaire et la perception du niveau approprié des taux longs dans le contexte de ralentissement économique en cours et de déclin finalement plus rapide de l'inflation.

Au cours des six 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 horizontale, 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 5.25%. Désormais, l'inversion de la courbe est de plus en plus nette depuis la baisse des taux à dix ans de 4.65% en octobre à tout juste 4% en début décembre. Avec la chute de l'inflation, les taux réels ne sont plus autant négatifs. En comparaison internationale, la courbe des taux nous semble toujours un peu 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 poursuivre. Les perspectives se normalisent donc probablement pour les obligations en livre sterling.

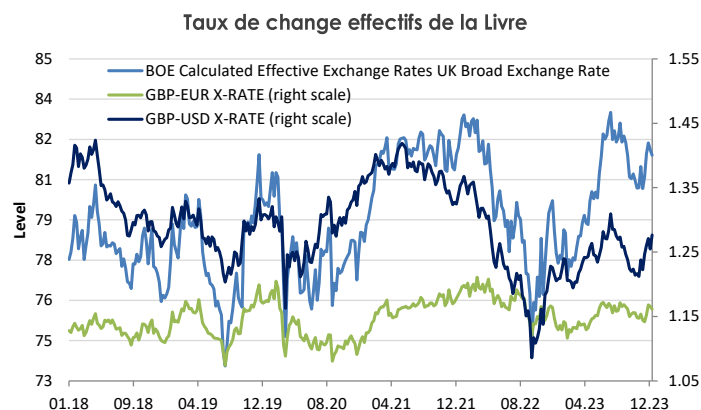
Taux gouvernementaux (2ans—10 ans)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Ce n'est pas encore le moment pour la livre sterling

L'évolution récente des politiques monétaires et des taux d'intérêt a plutôt mis en évidence une assez nette corrélation des stratégies des banques centrales américaines et britanniques en particulier. Les politiques monétaires restrictives menées par les deux institutions ont poussé les taux courts à des niveaux similaires avant de marquer une pause pendant l'été. L'évolution de l'inflation a été plus rapidement favorable aux Etats-Unis, mais avec d'autres régions les différentiels de rendement sont en faveur de la livre. Le différentiel de taux pourrait encore 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. Nous privilégions des perspectives plus modérées pour l'évolution à court terme de la devise britannique, qui sera prochainement négativement affectée par la publication de statistiques soulignant le ralentissement conjoncturel de l'économie du Royaume-Uni.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

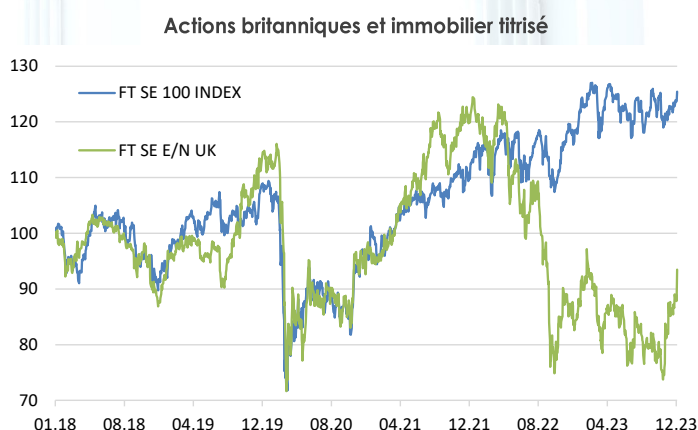
Perspectives positives pour l'immobilier titrisé

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, l'évolution des prix de l'immobilier sur un an est désormais négative depuis août. Selon les données de UK Rightmove, en décembre les prix sont en baisse de -1.9% en moyenne dans le pays et de -1.1% sur un an. Selon les chiffres publiés par Nationwide Building Society, le prix moyen des maisons aurait aussi décliné de -2%. 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 à 47'400 approbations, soit 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. Malgré tout, le marché immobilier semble plutôt résilient face aux difficultés de trouver le financement requis pour une acquisition. Grâce aux hausses de salaires, les ménages britanniques semblent tout de même toujours en mesure de supporter pour l'instant les hausses de taux hypothécaires. Le marché immobilier britannique nous paraît tout de même fragile et devrait subir plus fortement en 2024 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, 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 -17%, portant globalement la correction des prix des valeurs cotées à près de -50%. Les événements du mois de novembre ont été favorables à l'immobilier titrisé britannique, qui retrouvait en quelques semaines seulement son niveau de début d'année grâce à un rebond de +20%. 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 séduisant pour les actions britanniques

L'indice FTSE100 subit depuis plusieurs mois les effets des anticipations politique monétaire restrictive, de taux d'intérêt en hausse et de perspectives de ralentissement conjoncturel sévère. La volatilité mensuelle observée depuis le début de l'année laisse pourtant le marché actions pratiquement inchangé à la fin novembre. Le ralentissement économique actuel pourrait pourtant 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 actions 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 (11x) nettement inférieur à celui des valeurs américaines du S&P500 (20.7x), du SX5E en Europe (12.6x) et du SMI (18.2x). Les mesures de valorisations techniques suggèrent aussi une situation de survente à partir de laquelle une nouvelle phase de hausse semble probable.



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 intégrité. 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