

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



MEILLEURES PERSPECTIVES POUR LES ACTIFS BRITANNIQUES

Une récession qui s'apparente plus à un ralentissement. Reprise conjoncturelle possible dès le 1er semestre. Chute rapide de l'inflation. Baisse prochaine des taux directeurs. Perspectives positives pour les obligations, l'immobilier et les actions.

Points clés



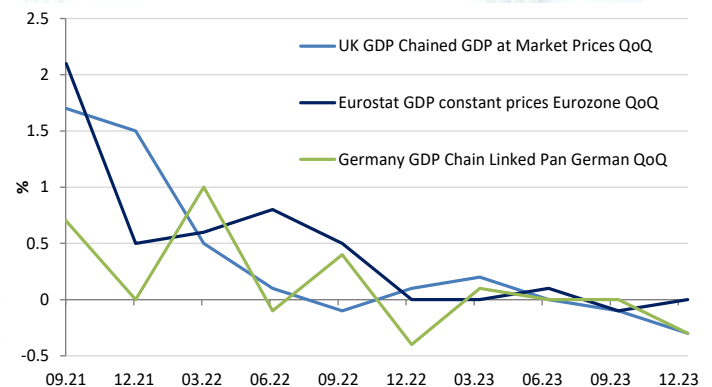
- Le Royaume-Uni est finalement entré en récession
- Le début d'année 2024 pourrait déjà être plus positif
- Légère amélioration des indicateurs avancés
- Baisse des tensions dans le marché du travail
- Les ménages semblent plus en confiance
- L'inflation chute et s'approche des objectifs de la BoE
- La BoE est bientôt en mesure de baisser ses taux
- Rendements séduisants et perspectives de gain en capital pour les obligations en livres sterling
- Stabilité du taux de change GBP/USD
- C'est le moment de parler sur l'immobilier titrisé
- Discount toujours séduisant pour les actions

Le Royaume-Uni est finalement entré en récession

Depuis plusieurs trimestres, l'économie britannique résistait aux prévisions des économistes d'une probable récession. Après un 2ème trimestre révisé en stagnation, le 3ème trimestre enregistrait une première évolution très légèrement négative de -0.1% qui s'est dégradée en fin d'année (-0.3%), poussant finalement l'économie britannique en récession en fin d'année 2023. En glissement annuel, le PIB est ainsi passé d'une croissance positive de $+0.3\%$ en septembre à -0.2% en décembre. Le Royaume-Uni est donc entré en récession au 2ème semestre 2023, surprenant une nouvelle fois les observateurs qui s'attendaient à une performance meilleure en fin d'année. Le premier ministre Rishi Sunak qui espérait relancer la dynamique britannique devra constater qu'une récession technique s'est imposée en lieu et place. Pour l'instant celle-ci semble très modérée et suggère beaucoup plus une stagnation de la croissance que le début d'un effondrement économique. Cette situation pourrait largement contribuer à motiver la BoE à abaisser ses taux directeurs sans délai en devenant à nouveau la première banque centrale à réaliser son virage de politique monétaire. La hausse des taux d'intérêt en réaction à la forte progression de l'inflation est en train de mordre sur la confiance des consommateurs à court terme. En effet, le déclin du PIB est

cette fois dû à une baisse inattendue de la consommation privée (-0.1%), au déclin de -0.3% des dépenses publiques et à la chute de -2.9% des exportations. Ces dernières ont plus fortement plongé que les importations (-0.8%), tandis que les investissements en bien d'équipement semblaient encore plutôt solides ($+1.4\%$). La demande intérieure commence donc à fléchir plus sensiblement si on considère la révision négative des données du 3ème trimestre indiquant déjà une chute de la consommation de -0.9% . Cela dit, les statistiques de début 2024 pourraient déjà suggérer une légère amélioration.

Croissance trimestrielle du PIB - Royaume-Uni



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le début d'année 2024 pourrait déjà être plus positif

La récession technique des deux derniers trimestres reste très modérée et pourrait même s'avérer plus modeste encore après révision des données de fin d'année. Quoi qu'il en soit, nous envisageons une situation moins pessimiste pour l'économie britannique cette fois, que lors des précédentes entrées en récession. En 1980, l'entrée en récession avait été marquée par un déclin d'environ -3% du PIB et celles de 1990 (-1.6%) et 2008 (-2%) avaient également été plus importantes que la baisse des deux derniers trimestres. Le PIB publié pour le mois de janvier fait état d'une progression de $+0.2\%$, suggérant effectivement que le début d'année semble déjà marqué par un certain retour de la croissance globale, soutenue cette fois par le secteur des services, le commerce de détail et de gros, ainsi que par le secteur de la construction.

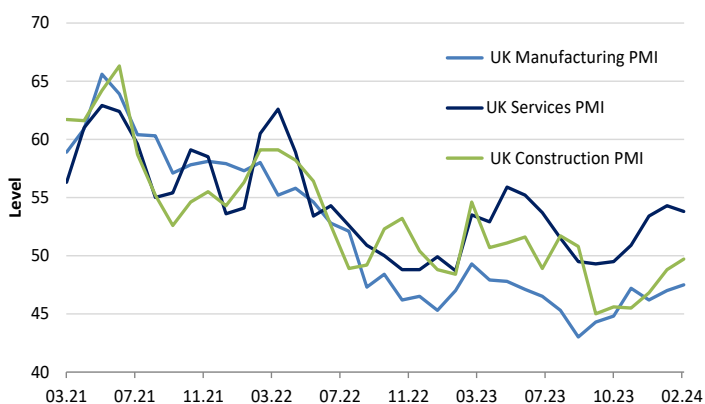
Ces évolutions positives ont permis de compenser la chute de la production industrielle (-0.2%). La très faible récession du second semestre est donc peut-être déjà stoppée par un début de tendance haussière du PIB. Les perspectives pour le 1er trimestre sont désormais un peu meilleures et nous attendons une hausse de +0.2% du PIB à la fin mars. La reprise économique au Royaume-Uni restera dans un premier temps assez limitée, mais aux vues de l'évolution plutôt positive de l'inflation, les chances sont désormais plus élevées de voir la BoE agir dans les prochains mois en abaissant ses taux directeurs. Les ménages profitent désormais à nouveau d'une croissance des salaires réels positive, qui a sans doute contribué à la progression de +3.4% des ventes de détail en janvier et soutenu le secteur des services. Le secteur de la construction a également bénéficié de cette amélioration du pouvoir d'achat des ménages et progresse de +1.1%.

Pour l'année 2024, la croissance du PIB attendue devrait être d'environ +0.4%, grâce à une demande intérieure encore positive et soutenue par une hausse de la consommation des ménages de +0.3% et par une progression de +1.8% des dépenses gouvernementales.

Légère amélioration des indicateurs avancés

À l'approche de la fin du mois de mars, les indicateurs avancés publiés confirment les anticipations de légère reprise de l'activité économique. Le PMI manufacturier reste l'indicateur le plus à la traîne des indicateurs PMI malgré une progression récente de 47.1 à 47.5. Le PMI des services s'est avéré un peu en retrait des attentes, mais avec un niveau de 53.8 bien qu'inférieur à celui de janvier (54.3), il reste très largement ancré dans une zone de croissance. L'amélioration du PMI de la construction à 49.7 proche du seuil de croissance est aussi une évolution positive qui soutient donc la progression du PMI composite à 53 points, depuis quatre mois à nouveau en territoire positif. Les mesures des PMI n'incluant pas le secteur public, nous estimons que les dépenses publiques attendues en hausses en 2024 renforceront les tendances plus positives attendues pour le secteur privé.

Indicateurs PMI (Manufacturier, services, construction)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Baisse des tensions dans le marché du travail

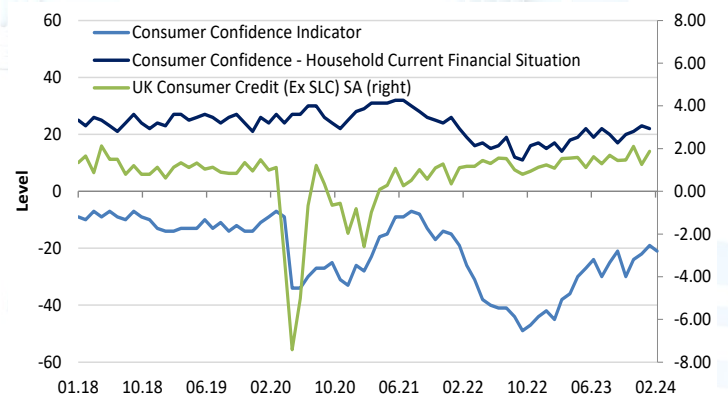
Le marché du travail commence à montrer quelques signes de faiblesse, sans grands effets sur l'évolution du taux de chômage qui s'est stabilisé en 2023 et qui se situe désormais à 3.9%. Les données officielles semblent pointer assez largement vers une diminution des pressions sur les salaires et par conséquent une baisse des risques de transmission sur les prix et l'inflation. Le marché du travail devrait encore se détendre un peu au

cours des prochains mois. La croissance annuelle des salaires décline maintenant depuis cinq mois et s'est établi à +6.1%, en nette baisse par rapport à son niveau maximum atteint de +7.9% en juillet 2023. Les entreprises sont désormais plus disposées à licencier des collaborateurs, notamment dans les secteurs manufacturier, construction, IT, banque et finance. Parallèlement, les créations d'emploi mensuelles sont pratiquement tombées à leur plus bas niveau des trois dernières années, alors que les demandes nouvelles d'allocations chômage sont désormais au plus haut depuis février 2021. 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 +6.1% (3m/GA) reste très importante et supérieure à l'inflation. Dans l'ensemble, nous estimons que cette évolution devrait être considérée par la BoE comme un facteur favorable lui permettant d'envisager un changement de politique monétaire et une première baisse de taux directeur dans le trimestre en cours.

Les ménages semblent plus en confiance

Le niveau de vie des ménages s'améliore encore grâce à une progression des salaires réels due à la très nette baisse de l'inflation des derniers mois et au maintien de la croissance des salaires nominaux à +6.1%. La chute de l'indice des prix à la consommation a désormais abaissé l'inflation de +11.1% en octobre 2022 à tout juste +4% sur un an en janvier 2024. Les ménages considèrent ces développements comme plutôt favorables, ce qui transparait désormais assez nettement dans l'évolution positive de leur degré de confiance. En effet, l'indicateur de confiance des ménages (-21) pour le mois de janvier (GFK) évolue positivement depuis le 4ème trimestre 2022 tout en restant encore très en dessous du niveau qui prévalait avant la crise sanitaire (-8). La confiance s'améliore indéniablement contre toute attente alors que l'économie flirte avec la récession. La hausse récente du taux de chômage et la chute des créations d'emplois pourraient contribuer à détériorer le sentiment et la résilience des consommateurs, mais la perspective d'une inflation en net déclin et celle de prochaines baisses de taux devraient permettre un renforcement de la tendance actuelle favorable.

Confiance des ménages



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'inflation chute et s'approche des objectifs de la BoE

L'inflation avait atteint un top de +11.1% en octobre 2022 au Royaume-Uni ce qui constituait l'une des pires évolutions des prix des pays industrialisés. Malgré une action rapide de la BoE et une hausse des taux directeurs très intense, l'inflation britannique a eu de la peine à montrer les signes attendus de fléchissement. En juin 2023 elle était encore de +7.9% avant que la hausse des taux directeurs à 5.25% ne puisse enfin provoquer

l'accélération à la baisse attendue. Le déclin est resté décevant pendant un trimestre avant que la fin d'année 2023 ne puisse être enfin le théâtre d'une chute plus marquée du CPI. La très nette baisse des composantes alimentation, logement et énergie a permis à l'indice des prix de rapidement glisser à +4% et d'alimenter les espoirs de futurs déclin additionnels. En janvier, la chute de -0.6% sur un seul mois a largement soutenu les anticipations positives de poursuite du fléchissement des prix et d'une réaction favorable de la banque centrale. Dans ce contexte, un peu plus optimiste, l'évolution des prix à la production a aussi apporté sa contribution en montrant une stabilité persistante (-0.6%) depuis plus de six mois, après avoir enregistré en juin 2022 une hausse de +20% sur douze mois. Il devient désormais selon nous de plus en plus envisageable pour la BoE de considérer ces éléments comme suffisamment positifs pour envisager une prochaine modification de politique monétaire malgré une inflation toujours élevée dans le segment des services (+6.5%).

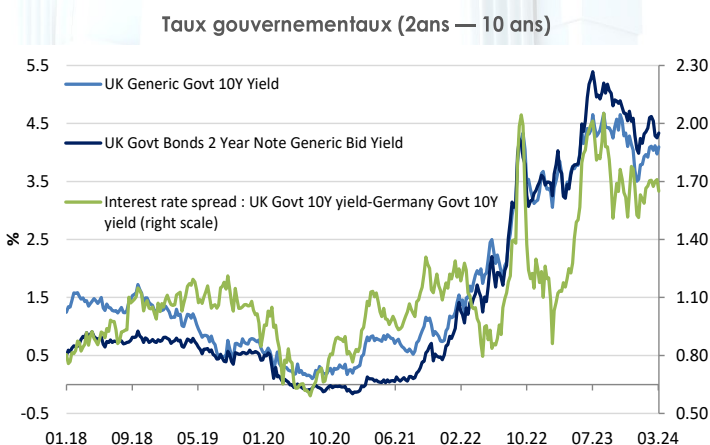
La BoE est bientôt en mesure de baisser ses taux

La récession technique du 2ème semestre était assez largement attendue par la BoE pour contribuer à la réduction des tensions inflationnistes dans le pays. De fait, au cours de cette période, l'inflation a bien chuté de +8.3% à +4% alors que sa politique monétaire restait inchangée. En effet, depuis le mois d'août 2023, les taux directeurs sont restés stables à 5.25% dans l'attente du fléchissement conjoncturel espéré. Après quatorze hausses consécutives de taux directeurs et une politique monétaire restrictive parmi les plus promptes à se mettre en place déjà 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 première baisse de ses taux directeurs. Nous estimons que le comité de politique monétaire ne modifiera probablement pas tout de suite ses taux directeurs le 21 mars, mais une action lors du prochain comité nous semble désormais plus probable. Au cours des dernières semaines, l'inflation s'est comportée légèrement mieux que les prévisions du MPC et le prochain chiffre publié juste avant le 21 mars pourrait bien montrer une poursuite de la baisse de l'inflation à seulement +3.4%. La diminution de la croissance des salaires est l'un des facteurs essentiel des dernières semaines également, notamment s'il chute comme prévu à seulement +5.4% à la fin mars. Nous estimons que la BoE hésitera encore en mars à agir, mais que compte tenu d'un flux positif de données et de statistiques économiques pointant vers une poursuite de la baisse de l'inflation dans les prochains mois, cette dernière baissera ses taux en mai ou en juin. À cette date, il est désormais possible d'anticiper une inflation globale annuelle de +1.6%, de 3.2% pour l'indice hors alimentation et énergie, ainsi que de +5.1% pour les services. Le consensus estime plutôt que la première baisse interviendra en août seulement. Nous estimons au contraire que les conditions actuelles et à venir, à court terme, sont déjà suffisantes pour permettre la mise en œuvre d'un changement de politique monétaire avant l'été, en particulier si aux Etats-Unis la Réserve fédérale décide aussi d'assouplir sa politique.

Rendements séduisants et perspectives de gain en capital pour les obligations en livres sterling

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 4.7% qui avait été touché en septembre 2022, en juillet et en août 2023. Depuis l'accélération à la baisse de l'inflation des derniers mois et une suite de statistiques économiques plus favorables incluant la récession technique du 2ème semestre, l'appréciation des risques de durcissement monétaire et la perception du niveau approprié des taux longs a fortement évolué. Après une première réaction à la baisse des taux longs de 4.7% à seulement 3.4% en fin décembre, le rebond des deux premiers mois de l'année à 4.2% a replacé le niveau des taux longs au-dessus de l'inflation annuelle. Compte tenu des développements évoqués plus haut en matière d'inflation et de politique monétaire, nous pensons que la BoE commencera à abaisser ses taux directeurs en mai et poursuivra cette politique pour réduire ses taux de 5.25 à 4% en fin d'année 2024. La courbe de rendement actuellement inversée de près de 100 pbb devrait s'abaisser également sur les plus longues échéances, dont le rendement pourrait à nouveau glisser vers 3%, si les attentes de chute de l'inflation globale se vérifient. Les perspectives se normalisent pour les obligations en livre sterling qui peuvent désormais espérer enregistrer des gains en capitaux notables dans ce contexte de baisse de 100 pbb des rendements à dix ans.

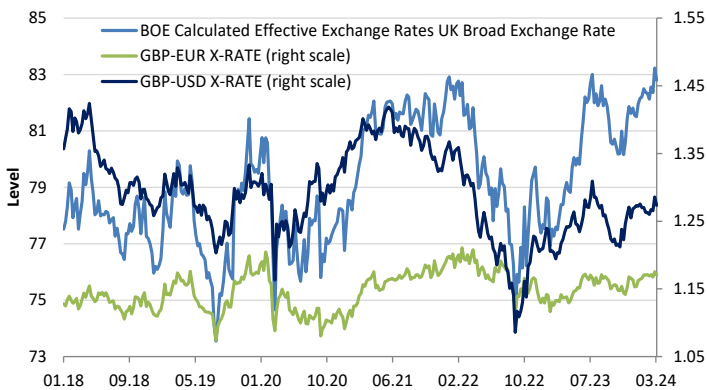


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Stabilité du taux de change GBP/USD

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 qui devrait se poursuivre au cours des prochains mois. Les politiques monétaires restrictives menées par les deux institutions ont en effet poussé les taux courts à des niveaux similaires avant de marquer une pause pendant l'été 2023 qui s'est maintenue jusqu'à ce jour. L'évolution de l'inflation a été plus rapidement favorable aux Etats-Unis, mais l'accélération récente à la baisse des prix au Royaume-Uni renforce maintenant aussi les perspectives de baisses de taux dans le pays. Dans un contexte de baisse conjointe des taux directeurs, les différentiels de taux entre le dollar et la livre pourraient rester similaires alors que leurs banques centrales respectives mettent en œuvre à peu près au même moment des politiques plus souples en abaissant leurs taux par des incréments semblables. Le taux de change GBP/USD devrait se stabiliser entre 1.25 et 1.30. En ce qui concerne le taux de change livre/franc suisse, la situation est différente notamment en raison du différentiel important qui subsisterait même en phase de baisse des taux britanniques et suisses. La faiblesse du franc se manifestera sans doute également contre la livre sterling qui devrait selon nous poursuivre son appréciation vers un niveau de 1.15.

Taux de change effectifs de la Livre



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

C'est le moment de parier sur l'immobilier titrisé

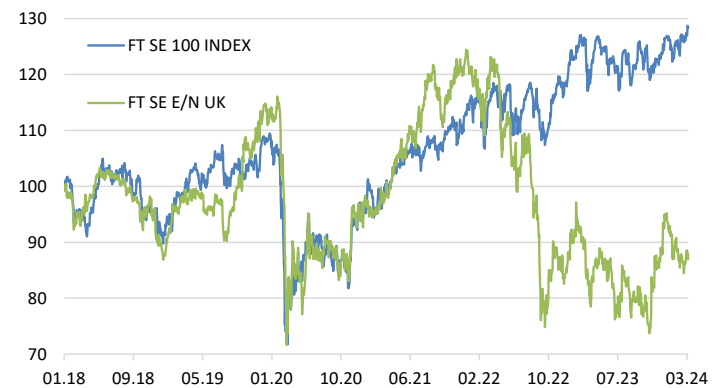
L'évolution annuelle des prix de l'immobilier poursuit son ralentissement. Après avoir atteint +14.3% sur un an en juillet 2022, l'évolution des prix de l'immobilier sur un an est désormais plutôt négative depuis six mois. Selon les données de UK Rightmove, en février 2024 l'évolution sur douze mois est finalement de +0.1%. Selon les chiffres publiés par Nationwide Building Society, le prix moyen des maisons aurait aussi décliné de -5% à la fin septembre et serait plutôt en reprise graduelle depuis. À la fin février, cet indicateur suggère une hausse de +1.2% sur douze mois. La plupart des indicateurs du marché immobilier britannique semblent désormais pointer à nouveau vers une reprise. Les perspectives plus favorables pour l'évolution prochaine des coûts de financement et la croissance des salaires contribuent à une relance de la demande. En ce qui concerne l'évolution des prix, la capacité de financement des ménages par rapport aux prix d'acquisition potentiels reste historiquement faible et l'offre toujours importante limitera certainement les pressions haussières. Après dix-huit mois de consolidation des prix, l'immobilier direct semble plutôt résilient face aux difficultés de trouver le financement requis pour une acquisition. Le ralentissement conjoncturel en cours ne semble pas suffisant pour provoquer un déclin plus notable de l'immobilier. Les risques ne sont pourtant pas complètement écartés par la perspectives de futures baisses prochaines de coûts de financement alors qu'environ 1.5 millions de ménages verront une hausse de leurs coûts de portage en 2024. Nous estimons que le marché immobilier restera en phase de consolidation et de stabilisation en 2024 sans grandes opportunités de hausses des prix à court terme. En ce qui concerne l'immobilier titrisé, son évolution à court terme reste plus corrélée avec l'évolution de l'inflation et des taux d'intérêt qu'avec le marché physique. Après la déroute de -34% en 2022 et de -17% en 2023 en raison

des anticipations négatives liées à la perspective de hausse des coûts de financement, portant globalement la correction des prix des valeurs cotées à près de -50%, l'immobilier titrisé britannique semble à nouveau particulièrement intéressant. L'évolution récente des taux d'intérêt a motivé aussi bien le rebond de +20% entre octobre et décembre, que le déclin des deux derniers mois. Nous estimons que la prochaine phase d'ajustement des taux se fera au cours des prochains mois et permettra un abaissement de 100 pbb des coûts de financement. Dans ce contexte à nouveau positif pour l'immobilier titrisé, une tendance positive devrait prochainement se mettre en place.

La baisse de taux sera favorable aux actions britanniques

L'indice FTSE100 sous-performe largement depuis plusieurs trimestres les autres indices européens et internationaux. Il subit encore les anticipations négatives liées à une dynamique conjoncturelle en berne, à une inflation toujours importante et à la concurrence du marché obligataire domestique. Le niveau du FTSE100 est à ce jour à peine plus haut que son top de février 2022. La composition de l'indice très peu exposé aux valeurs de croissance et aux valeurs de la technologie explique notamment sa contre-performance en 2023 et en ce début d'année. 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 (201.3x), du SX5E en Europe (13.8x) et du SMI (18x). Avec une croissance des profits du FTSE 100 attendue à +7% en 2024, le marché britannique n'est pas particulièrement attrayant, mais il devrait néanmoins être soutenu par les baisses de taux attendues en 2024.

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 modifications 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