

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



LA BOE DEVRAIT ABAISSER SES TAUX DIRECTEURS EN AOUT

Le Royaume-Uni est déjà sorti de sa récession. Croissance plus faible au T2. L'inflation s'approche de l'objectif de la BoE. Baisse prochaine des taux directeurs. Perspectives positives pour les obligations, l'immobilier et les actions.

Points clés

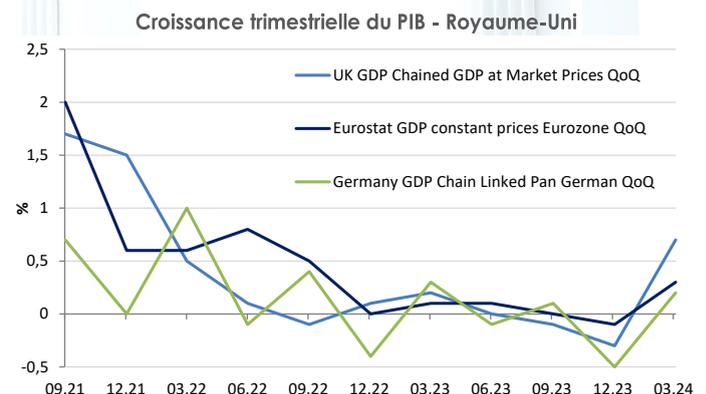


- Le rebond économique attendu est en cours
- Un 2ème trimestre probablement plus faible
- L'amélioration des indicateurs avancés se poursuit
- Baisse des tensions dans le marché du travail
- Les ménages sont toujours plus en confiance
- L'inflation s'approche de l'objectif de la BoE
- La BoE est bientôt en mesure de baisser ses taux
- Rendements séduisants et perspectives de gain en capital pour les obligations en livres sterling
- Perspectives limitées d'appréciation de la livre
- C'est toujours le moment de parier sur l'immobilier titrisé
- Faible croissance attendue des profits pour le FTSE100

Le rebond économique attendu est en cours

Après deux trimestres de décroissance modérée du PIB britannique, nous escomptions des développements plus positifs et une reprise de l'activité en début d'année 2024 fondée notamment sur une croissance réelle positive des salaires et d'une évolution plus favorable du pouvoir d'achat des ménages. La croissance publiée du PIB pour le 1er trimestre a effectivement été plus réjouissante en affichant une progression de +0.6% sensiblement supérieure aux attentes du consensus qui escomptait une légère progression de +0.4%. En glissement annuel, le PIB est ainsi passé d'une croissance négative de -0.2% en décembre 2023 à une hausse de +0.2% à la fin mars 2024. Le Royaume-Uni sort donc rapidement d'une récession extrêmement modeste comme nous l'attendions immédiatement après y être entrée. Si cette embellie de début d'année se maintient, les anticipations élevées de baisses de taux directeurs dans un contexte de récession au Royaume-Uni vont s'ajuster et probablement être un peu reportées dans le temps, en fonction de l'évolution de l'inflation. Le Royaume-Uni surprend à nouveau en ce début d'année par un rebond trimestriel qui s'affiche aussi comme le plus fort trimestre depuis la fin de la crise sanitaire lorsque le gouvernement britannique avait assoupli les restrictions de confinement liées au Covid.

La hausse du PIB a été soutenue par une nette reprise des investissements (+0.9%), la formation brute de capital (+1.4%), les dépenses gouvernementales (+0.3%), ainsi que par une relance de la consommation des ménages (+0.2%). L'industrie manufacturière a également apporté une contribution positive, tandis que les exportations affichaient une baisse.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Un 2ème trimestre probablement plus faible

Cette croissance plus forte qu'attendue du PIB au 1er trimestre marque certainement le début d'une reprise économique au Royaume-Uni. Celle-ci devrait être soutenue au cours des prochains mois par une conjonction un peu plus favorable de divers facteurs et notamment par un changement probable de politique monétaire de la BoE. Cela dit, après une telle embellie, il est probable que la dynamique économique se tasse légèrement au 2ème trimestre, comme le suggère déjà en partie la stagnation du PIB mensuel du mois d'avril (0%) qui fait suite à une hausse de +0.4% en mars. Les segments production et construction ont enregistré des contributions négatives, compensées par l'évolution positive des services. La chute de -1.4% du segment manufacturier, comme l'évolution négative de la consommation sont en partie dus aux conditions météorologiques exceptionnelles.

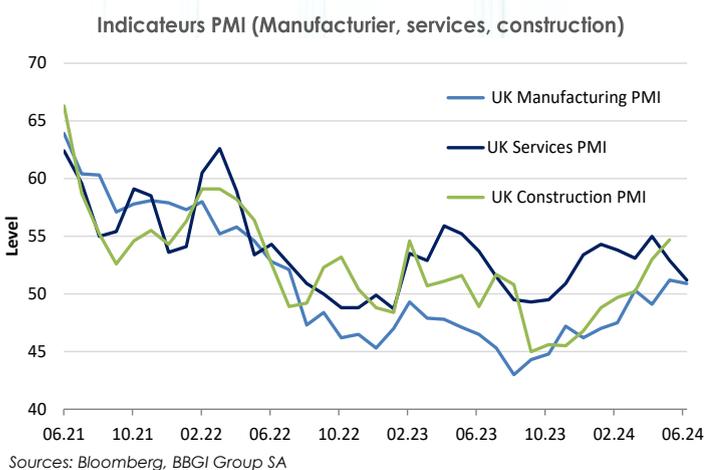
Le 2ème trimestre sera certainement en croissance, mais les niveaux encore élevés des taux devraient continuer à freiner toute accélération de la conjoncture avant l'été. La reprise sera sans doute graduelle et fragile, mais elle devrait être aidée par des développements réjouissants sur le front de l'inflation.

Rappelons que l'indice CPI est passé en mai en dessous du seuil objectif de la BoE de 2% en surprenant un bon nombre de prévisionnistes. Au-delà du 2ème trimestre, la perspective de baisse de taux d'intérêt de la part de la BoE nous semble réelle et soutenue par la baisse des indices de prix à la consommation et à la production.

Pour l'année 2024, la croissance du PIB attendue devrait finalement être quelque peu supérieure à nos précédentes prévisions et atteindre +0.8%. Si l'inflation poursuit sa tendance à la baisse et si la BoE se décide à changer sa politique monétaire suffisamment tôt, le 2ème semestre devrait contribuer à accroître encore un peu plus le rythme de croissance estimé aujourd'hui. L'économie britannique devrait, selon nous, progresser de +0.4% ce trimestre et enregistrer deux nouvelles progressions de +0.3% au cours des deux prochains trimestres.

L'amélioration des indicateurs avancés se poursuit

À l'approche de la fin du mois de juin, les indicateurs avancés publiés confirment les anticipations de reprise progressive de l'activité économique. Le PMI manufacturier, bien qu'il reste l'indicateur le plus à la traîne des indicateurs PMI, s'était déjà nettement amélioré depuis près d'un an, tout en restant en dessous du seuil de croissance de 50 jusqu'à récemment. La publication du chiffre de 51.4 pour le mois de juin suggère un avenir à court terme légèrement meilleur pour le secteur industriel. Du côté du PMI des services, l'image est quelque peu différente, les deux derniers mois ont en effet été plus faibles, mais le niveau de l'indicateur à 51.2 pointe toujours sur une évolution positive dans une dynamique plus fragile. L'amélioration du PMI de la construction, à nouveau largement au-dessus de 50 (54.7), est désormais au plus haut depuis mai 2022, après avoir longtemps été en zone de contraction. Les mesures des PMI n'incluant pas le secteur publique, nous estimons que les dépenses publiques attendues en hausse en 2024 renforceront les tendances plus positives attendues pour le secteur privé.



Baisse des tensions dans le marché du travail

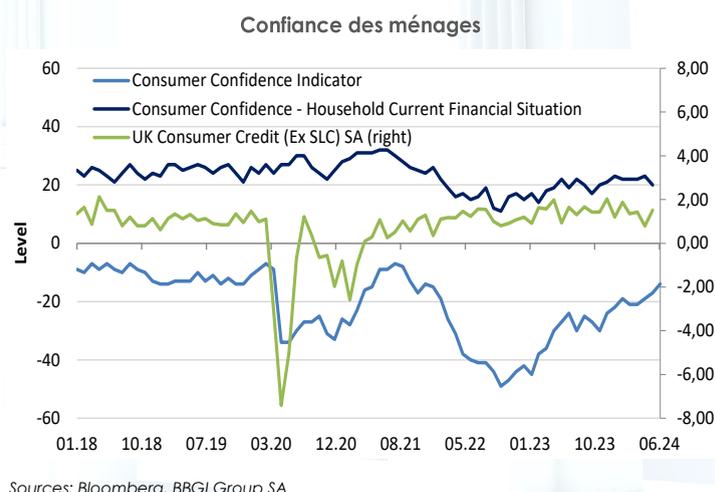
Le marché du travail montre de nouveaux signes de faiblesse dans divers domaines qui ont déjà eu un impact assez saisissant sur l'évolution du taux de chômage qui a sensiblement rebondi en quelques mois de à 4.4% et se situe désormais au plus haut depuis trente mois. Le salaire hebdomadaire moyen est certes toujours en hausse de +5.8% sur un an, mais 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 légèrement au cours des prochains mois. Les créations d'emploi sont maintenant négatives depuis plusieurs mois et pointent à -139'000 jobs en moins en avril sur trois mois. Les demandes d'allocations chômage sont en hausse de +4.3%, tandis que 50'400 nouveaux sans-emploi ont rejoint les rangs des bénéficiaires d'allocations chômage.

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 baisse de taux directeurs durant l'été.

Les ménages sont toujours plus en confiance

Le niveau de vie des ménages s'améliore toujours 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%. La chute de l'indice des prix à la consommation a désormais abaissé l'inflation de +11.1% en octobre 2022 à tout juste +2% sur un an en mai 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 bien que négatif (-14) pour le mois de juin (GfK) évolue positivement depuis le 4ème trimestre de 2022 et se rapproche du niveau qui prévalait avant la crise sanitaire (-8). La confiance s'améliore indéniablement avec la chute de l'inflation. Cela dit, 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.



L'inflation s'approche de l'objectif 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 au Royaume-Uni a soudainement plongé et a atteint l'objectif de 2% de la BoE.

Ce n'est pas encore le cas de l'indice hors alimentation et énergie dont la progression est encore de +3.5% sur un an, mais on observe que toutes les composantes de l'indice global sont en train de s'ajuster à la baisse. Et pourtant, le segment « logement, eau, électricité, gaz et autres combustibles » a eu une contribution négative depuis huit mois consécutifs. Finalement, l'indice des services reste le plus lent à s'ajuster et reste relativement élevé en comparaison avec les autres segments. Dans ce contexte, un peu plus optimiste, l'évolution des prix à la production enregistre un petit rebond depuis quelques mois après avoir toutefois chuté du niveau extrême de +20% en juin 2022 à seulement +1.7% en mai 2024.

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.

La BoE est bientôt en mesure de baisser ses taux

La récession technique du 2ème semestre 2023 était assez largement espérée par la BoE pour permettre une 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 des taux directeurs et une politique monétaire restrictive parmi les plus promptes à se mettre en place déjà en décembre 2021, la BoE se trouve maintenant dans une situation un peu plus confortable.

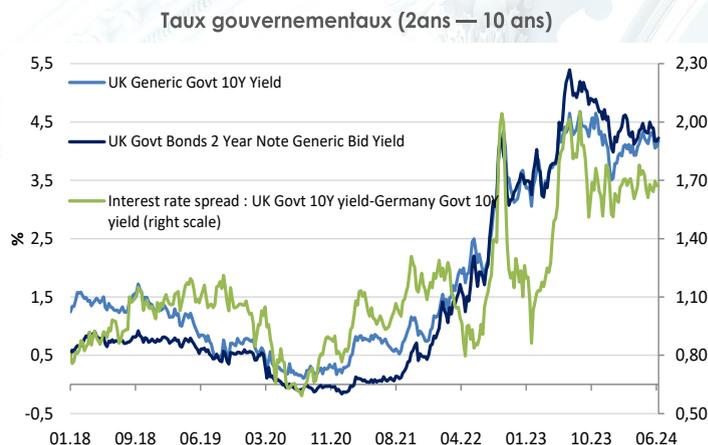
Nous estimons que le comité de politique monétaire pourrait déjà abaisser ses taux directeurs lors de sa prochaine réunion du mois d'août. Le cycle de baisse de l'inflation peut encore se développer et abaisser l'indice CPI en dessous de +2% malgré une prévision de la BoE d'une progression globale de +2.5% en 2024. L'évolution du marché de l'emploi.

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

Le ralentissement conjoncturel ainsi que la détente plus marquée de l'inflation laissent désormais espérer une évolution un peu différente de celle envisagée il y a seulement quelques mois pour les taux d'intérêt. En octobre, les taux à dix ans du gouvernement britannique avaient une nouvelle fois atteint le seuil de 4.7%, déjà 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, le changement complet de perspectives sur l'évolution potentielle des taux, les perspectives se sont améliorées pour les marchés obligataires en livres sterling. 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 août 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 pdb 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 120 pdb des rendements à dix ans.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Perspectives limitées d'appréciation de la livre

Depuis deux ans, le taux de change de la livre contre le dollar est resté relativement stable, oscillant de $\pm 3\%$ autour d'une valeur centrale de 1.25.

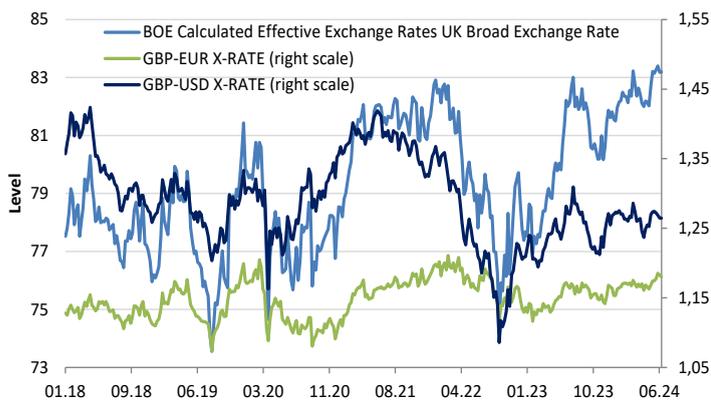
L'évolution récente des politiques monétaires et des taux d'intérêt a plutôt mis en évidence une assez nette corrélation des stratégies des banques centrales américaines et britanniques qui devrait se poursuivre au cours des prochains mois. Les politiques monétaires restrictives menées par les deux institutions 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 avait pourtant été plus rapidement favorable aux Etats-Unis, mais l'accélération récente à la baisse des prix au Royaume-Uni a désormais créé des conditions positives pour un changement de politique monétaire de la BoE.

D'un point de vue relatif, la situation britannique justifierait déjà, selon nous, une baisse de taux directeurs. Elle pourrait intervenir en août tandis que la situation américaine pourrait au contraire repousser à septembre une éventuelle décision de la Fed. 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 ne devrait pas sortir de sa zone actuelle de stabilisation entre 1.25 et 1.30.

En ce qui concerne le taux de change livre/franc suisse, la situation est un peu différente, notamment en raison du différentiel important qui subsisterait même en phase de baisse des taux britanniques et suisses. La faiblesse du franc se manifesterait sans doute également contre la livre sterling qui devrait selon nous s'apprécier. La stabilisation du taux de change dans une bande de fluctuation comprise entre 1.10 et 1.15 depuis novembre 2022 pourrait dès lors être testée par une hausse au-delà de 1.15—1.17 au cours des prochains mois.

Taux de change effectifs de la Livre



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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

L'évolution annuelle des prix de l'immobilier poursuit son ralentissement. Après avoir dépassé +10% sur un an en juillet 2022, l'évolution des prix de l'immobilier sur un an s'était contractée pendant environ six mois avant de reprendre une tendance légèrement haussière depuis le mois de mars. Selon les données de UK Rightmove, en juin 2024, l'évolution sur douze mois est à nouveau légèrement positive de +0.6%. Selon les chiffres publiés par Nationwide Building Society, le prix moyen des maisons aurait également progressé de +1.3% sur un an à la fin mai. La plupart des indicateurs du marché immobilier britannique semblent désormais pointer à nouveau vers une stabilisation du marché. Les perspectives plus favorables pour l'évolution prochaine des coûts de financement contribuent à une relance de la demande. Les crédits immobiliers approuvés sont parallèlement en sensible progression depuis neuf mois. 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. Après une longue période de consolidation de plus de 20 mois, l'immobilier titrisé semble attendre le changement de politique monétaire pour enclencher une nouvelle tendance plus décisive. La performance en 2024 de l'indice EPRA Nareit UK

restait volatile et hésitante toujours marquée par les effets négatifs d'une récession potentielle sur les prix et les revenus locatifs. Le ratio prix/actif net de 80% n'est certes pas particulièrement attrayant, bien qu'inférieur au ratio observé aux Etats-Unis, mais le rendement de 5% pourrait bientôt apparaître très séduisant en phase de déclin des taux d'intérêt. Nous estimons que la prochaine phase d'ajustement des taux directeurs se fera au cours des prochains mois et permettra un abaissement de 100 pbb des coûts de financement pour les REITs. Dans ce contexte plus positif pour l'immobilier titrisé, rendements séduisants et perspectives de plus-values devraient soutenir l'intérêt des investisseurs.

Faible croissance attendue des profits pour le FTSE100

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 au 1er semestre 2024. 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 (11.7x) nettement inférieur à celui des valeurs américaines du S&P500 (22.3x), du SX5E en Europe (13.8x) et du SMI (18x). Avec une croissance des profits du FTSE 100 attendue à +5% 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 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