

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



LA BOE BAISSERA LENTEMENT ET PRUDEMMENT SES TAUX

Le Royaume-Uni consolide sa sortie de récession. Croissance 2024 du PIB au-dessus de +1%. Inflation pas tout à fait sous contrôle. Politique monétaire enfin plus souple. Perspectives modérément positives pour les obligations, l'immobilier et les actions.

Points clés



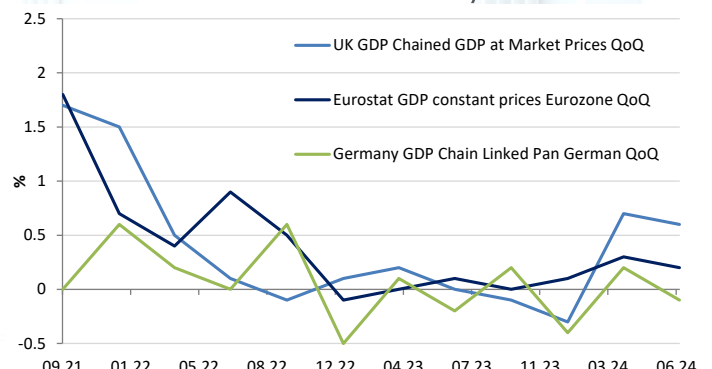
- Nouvelle croissance du PIB britannique de +0.6%
- Un 3ème trimestre positif soutenu par la consommation
- Renforcement des indicateurs avancés
- Tendances incertaines dans le marché du travail
- Amélioration de la confiance des ménages
- Inflation pas encore tout à fait sous contrôle
- La BoE adopte une politique de baisse de taux prudente
- Le marché obligataire semble plus attrayant
- La retenue de la BoE sera favorable à la livre
- Attractivité modérée de l'immobilier titrisé à court terme
- Le FTSE100 manque de catalyseur pour une hausse

Nouvelle croissance du PIB britannique de +0.6%

La croissance du PIB britannique publiée pour le 2ème trimestre s'est avérée similaire à celle déjà encourageante du 1er trimestre. 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, c'est désormais effectivement le cas pour les deux premiers trimestres de 2024 en hausse chacun de +0.6%. Le 3ème trimestre devrait cependant être un peu moins solide, mais toujours en croissance d'environ +0.3%. Sur un an la progression du PIB du Royaume-Uni a finalement été de +0.9% et s'éloigne de plus en plus du chiffre négatif de -0.2% de décembre 2023. Le Royaume-Uni consolide donc clairement sa sortie de récession, qui aura été comme nous l'attendions, extrêmement modeste. Le Royaume-Uni surprend à nouveau par un rebond trimestriel qui s'affiche aussi comme l'un des forts 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 essentiellement été soutenue par une nette reprise des dépenses gouvernementales en hausse de +1.4%, tandis que la formation brute de capital avançait de +0.4%. La déception provient finalement sans grande surprise de

l'évolution de la consommation des ménages qui ne progresse que de +0.2%. La surprise d'une consommation plus faible qu'attendue des ménages (+0.5%) a heureusement été compensée par des dépenses supérieures aux attentes du gouvernement (+0.3%). Le 2ème trimestre aura donc été relativement solide mais ne semble pas suivi d'une dynamique similaire pendant l'été. Les premiers chiffres de croissance publiés pour le mois de juillet montrent en effet une stagnation du PIB sans croissance et une légère dégradation du rythme d'évolution sur trois mois en baisse de +0.6% à +0.5%.

Croissance trimestrielle du PIB - Royaume-Uni



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

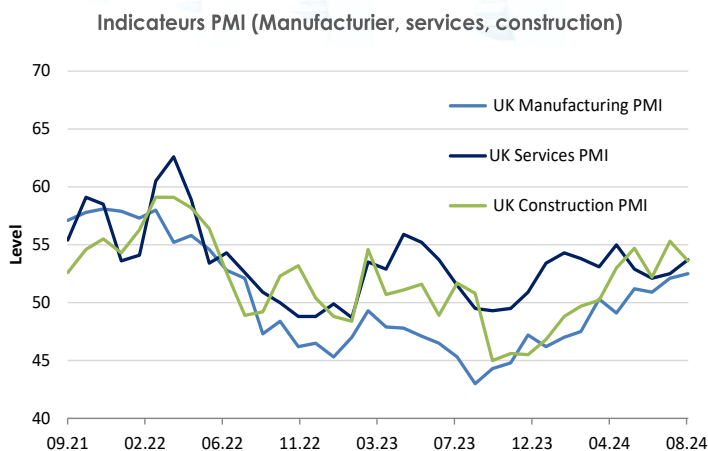
Un 3ème trimestre positif soutenu par la consommation

Après deux trimestres de reprises relativement soutenues, l'été devrait s'avérer plus difficile pour l'économie britannique malgré le début d'un assouplissement monétaire qui sera pourtant certainement très prudent et progressif. Les segments production et construction ont enregistré des contributions négatives en juillet et le secteur manufacturier semble toujours en difficulté. La production manufacturière (-0.8%) et industrielle (-1%) mesurées en rythme mensuel ont en effet largement surpris à la baisse, après des croissances encourageantes obtenues en juin. Le résultat en rythme annuel est logiquement dégradé, il en est allé de même pour le secteur construction en baisse de -0.4% sur le mois et de -1.6% sur un an. Nous estimons que le 3ème trimestre est donc incertain pour ces secteurs et devra être fortement soutenu par les dépenses des ménages et le secteur public pour montrer une croissance toujours solide. La première décision

de la banque centrale du Royaume-Uni d'abaisser son taux directeur de 5.25% à 5% devrait pourtant contribuer à créer de meilleures conditions de financement pour les ménages et les entreprises ainsi que sensiblement améliorer le sentiment des agents économiques. Du côté de l'inflation, les indices des prix à la consommation semblent se stabiliser à +2.2%/an pour le CPI et de +0.2% pour le PPI, justifiant un certain optimisme pour l'évolution prochaine de sa politique monétaire. Il n'est pourtant de loin pas certain que les consommateurs parieront rapidement sur une baisse nette et prochaine des taux et de leurs coûts de financement, mais les ventes de détails semblent au moins déjà suggérer un début de dynamique positive en juillet et en août. En effet, la forte reprise des ventes de détail pendant ces deux mois devrait déjà suffire à soutenir le PIB du trimestre. La croissance positive des salaires réels est sans doute le facteur principal de support à cette reprise. Nous estimons que 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, mais celle-ci semble vouloir adopter une politique très progressive qui pourrait bien freiner l'enthousiasme des consommateurs. Cela dit, pour l'année 2024, la croissance du PIB attendue devrait finalement être quelque peu supérieure à nos précédentes prévisions et dépasser +1.1%. Si l'inflation poursuit sa tendance à la baisse et si la BoE se décide à changer sa politique monétaire suffisamment tôt, ce qui ne semble manifestement plus être le cas depuis le statu quo annoncé lors de la dernière réunion du comité de banque centrale du 19 septembre, la demande intérieure devrait pouvoir se renforcer et contribuer à une poursuite de la dynamique positive. L'économie britannique devrait, selon nous, progresser de +0.3% ce trimestre et terminer l'année sur une hausse de la valeur ajoutée de 1.1% à 1.3%.

Renforcement des indicateurs avancés

À l'approche de la fin du mois de septembre, 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 repris depuis près d'un an, mais entre juin (51.4) et août (52.5), l'amélioration est sensible et suggère des développements plus favorables au cours des prochains mois.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Du côté du PMI des services, malgré une certaine hésitation des statistiques au cours des derniers mois, l'image reste positive avec un indicateur à 53.7 suggérant toujours une évolution favorable et solide. Le dernier déclin du PMI de la construction après six mois d'expansion ne remet pas en question la tendance positive de l'indicateur (53.6) et permet à l'indice composite (53.8) de pointer vers des conditions de

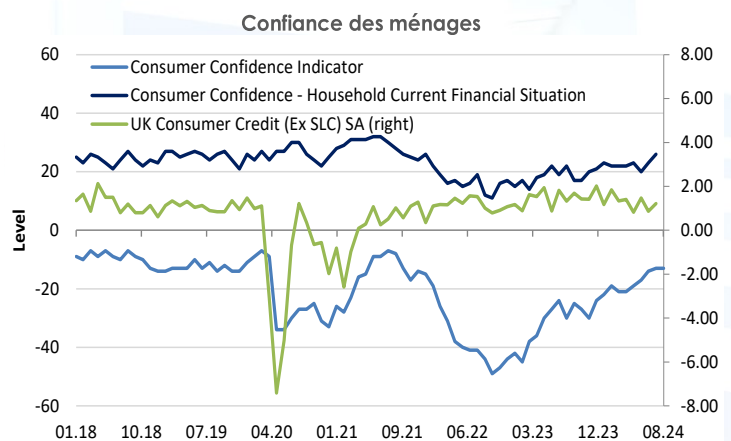
développement de l'économie positives. Les mesures des PMI n'incluant pas le secteur public, nous estimons que les dépenses publiques attendues en hausse en 2024 renforceront les tendances plus positives attendues pour le secteur privé, malgré un tassement probable de son influence au 2ème semestre.

Tendances incertaines dans le marché du travail

Alors que le taux de chômage avait sensiblement rebondi en quelques mois à 4.4%, confortant certainement la BoE dans son appréciation de la situation d'un marché de l'emploi enfin en détente pour abaisser ses taux directeurs, les développements de l'été ont quelque peu contrarié cette analyse. Le taux de chômage a en effet reglissé pour tomber à 4.1%, laissant à nouveau planer le doute sur la situation réelle du marché du travail. L'incertitude est donc encore présente avec des statistiques potentiellement contradictoires de mois en mois. Les créations d'emploi à la fin juillet sur trois mois pointaient sur un triplement des nouveaux emplois à +265'000 créations, tandis que la variation mensuelle d'août suggérait une destruction de 59'000 emplois. Les variations mensuelles de demandes d'allocations chômeurs étaient également incertaines avec une chute de 102'000 demandes révisées pour juillet et de seulement 23'700 pour août. Le salaire hebdomadaire hors bonus moyen sur trois mois est certes un peu en déclin sur une base annuelle, mais avec +5.1%, le revenu réel des ménages semble toujours être en croissance en raison d'une inflation inférieure. Les risques potentiels de reprise de l'inflation par les salaires nous semblent être toujours en diminution sensible, et 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 ultérieurement.

Amélioration de la confiance des ménages

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. Les ménages peuvent ainsi à la fois augmenter leur taux d'épargne et leur niveau de consommation. Le marché de l'emploi ne semble pas encore suffisamment faible pour provoquer des incertitudes majeures, l'évolution de la confiance des ménages reste ainsi relativement satisfaisante.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La confiance s'est améliorée indéniablement avec la chute de l'inflation et devrait être soutenue par le changement de

politique monétaire plus accommodante de la BoE qui assouplira les conditions de crédit des ménages de manière assez large, renforçant la tendance actuelle favorable.

Inflation pas encore tout à fait sous contrôle

Après le top de +11.1% en octobre 2022, la chute de l'indice CPI à tout juste +2.2% en août 2024 peut tout de même être clairement considéré comme le succès de la politique monétaire de la BoE, justifiant encore la mise en œuvre progressive d'une nouvelle politique monétaire accommodante. Mais la résistance de l'indice hors alimentation et énergie, dont la progression est encore de +3.6% sur un an, et celle des services toujours en hausse de +5.6%, ne facilitent pas la tâche de la banque centrale, qui préférera peut-être attendre un peu encore avant de procéder à de nouvelles baisses. Certes les données globales pointent vers un taux d'inflation proche de son objectif, mais les tensions restent présentes dans certains domaines et maintiennent une certaine incertitude. En ce qui concerne la hausse de l'indice des services, le bond de +22.2% des tarifs aériens a été l'une des principales sources de tension, ce phénomène nous semble unique et devrait permettre à l'indice de retrouver un niveau plus raisonnable à court terme. Dans ce contexte un peu plus optimiste, l'évolution des prix à la production continue de montrer une stabilisation et ne semble plus une source d'inquiétude, après avoir chuté du niveau extrême de +20% en juin 2022 à seulement +0.2% en août 2024.

La BoE adopte une politique de baisse de taux prudente

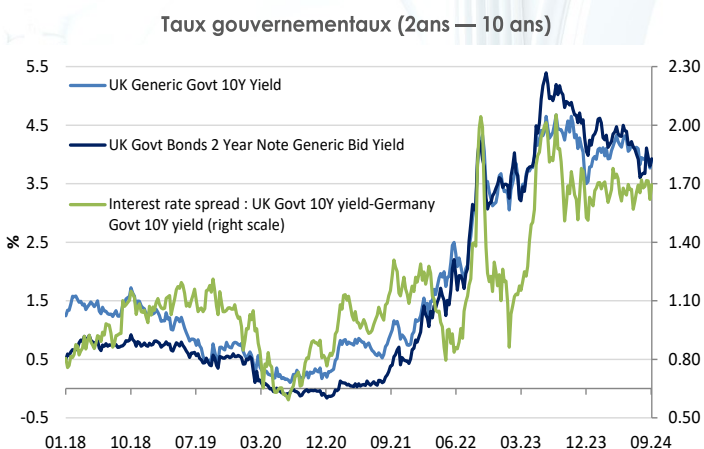
La banque centrale a débuté sa politique d'assouplissement progressive des conditions monétaire en abaissant une première fois ses taux directeurs de 5.25% à 5%. Elle a décidé de ne pas procéder en septembre à une nouvelle phase de détente laissant cette possibilité lors de sa prochaine réunion de novembre. La BoE a réitéré sa position d'adopter une approche graduelle d'assouplissement monétaire, en soulignant que cette action n'est en rien divergente de la position précédente visant à supprimer la restriction monétaire actuelle à un rythme approprié. La conjoncture britannique n'est pourtant pas si solide et le risque d'une retombée de la dynamique reste non négligeable compte tenu du niveau relativement élevé des taux directeurs. La BoE semble toujours plus préoccupée par l'évolution des prix dans les services que par les risques de fléchissement de l'activité. Le marché de l'emploi reste suffisamment stable et les hausses de salaires réels présentent toujours une menace inflationniste. Nous estimons que le comité de politique monétaire ne changera pas sa politique à court terme, qui sera dès lors perçue comme moins accommodante que celle de la Fed et peut-être trop lente à mettre en œuvre le processus de normalisation attendu et certainement adapté à la situation actuelle de l'économie britannique.

Le marché obligataire semble plus attrayant

La très nette baisse de l'inflation des derniers mois et le changement acté de politique monétaire de la BoE ont déjà modifié, comme nous l'escomptions, les perspectives sur l'évolution potentielle des taux d'intérêt au Royaume-Uni. Les opportunités évoquées pour les marchés obligataires en livres sterling lors de notre dernière stratégie de juin 2024 ont été suivies de développement particulièrement positifs sur les

taux à dix ans du Trésor britannique au cours du trimestre. Le déclin observé de 4.4% à seulement 3.75% à la mi septembre laisse toutefois des primes de risques considérables en regard du niveau d'inflation.

Compte tenu des développements évoqués plus haut, il faudra probablement attendre un peu plus longtemps que prévu pour voir les taux directeurs chuter à 4%. Mais à un horizon de quelques trimestres, le niveau cible des taux longs pourrait être sensiblement plus bas et 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.



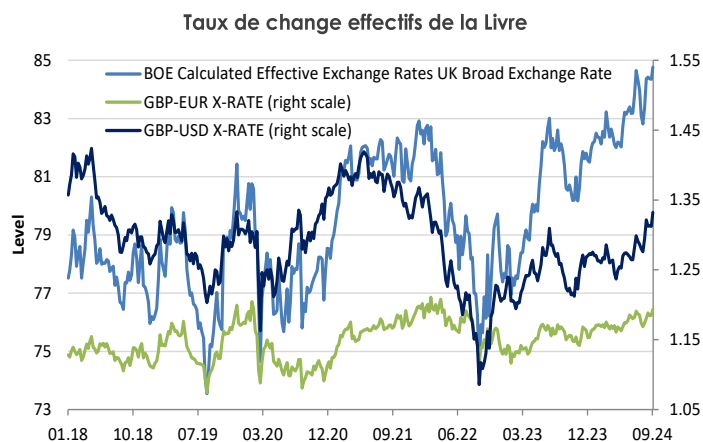
La retenue de la BoE sera favorable à la livre

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 pourrait désormais plutôt favoriser la livre sterling momentanément. En effet, la dernière décision de la banque centrale américaine a montré un engagement plus net de l'institution à vouloir mettre en œuvre un changement de politique monétaire. En abaissant ses taux directeurs de 50 points de base au lieu d'un incrément plus progressif de 25 points de base, la Réserve fédérale américaine est désormais plus active que la Banque centrale britannique.

Nous estimons que la prudence de cette dernière aura comme effet un nouveau décalage de mise en œuvre de sa politique d'assouplissement qui augmentera le différentiel de rendement en faveur de la livre. Si les deux institutions ont atteint le zénith de leurs politiques restrictives, le momentum de la normalisation sera plus lent au Royaume-Uni.

Compte tenu de cet élément, le taux de change GBP/USD pourrait finalement sortir de sa zone actuelle de stabilisation entre 1.25 et 1.30 contre le dollar US pour atteindre 1.35.

En ce qui concerne le taux de change livre/franc suisse, la situation est un peu différente, notamment en raison du différentiel important qui subsistera 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 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.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Attractivité modérée de l'immobilier titrisé à court terme

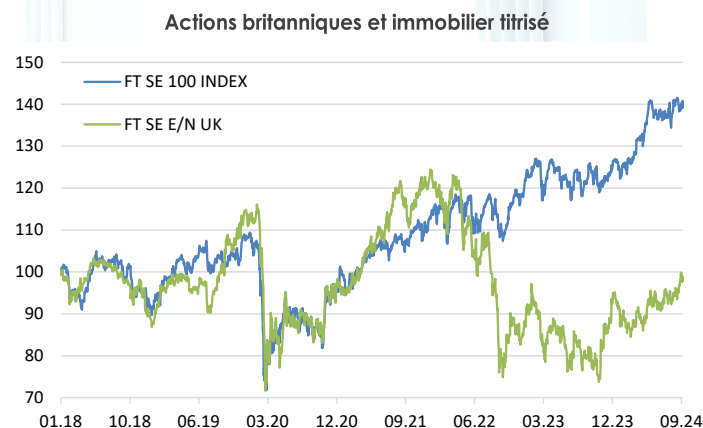
L'évolution mensuelle des prix de l'immobilier physique au Royaume-Uni s'est avérée positive en septembre (+0.8%), poussant la hausse sur un an à +1.2%. Après avoir dépassé +10% sur un an en juillet 2022, l'évolution des prix de l'immobilier s'était contractée pendant environ six mois avant de reprendre une légère tendance haussière depuis le mois de mars 2024. Selon les données de UK Rightmove, les prix de l'immobilier sont donc à nouveau en progression malgré un niveau de taux d'intérêt toujours relativement élevé. 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 le début de l'année et restent élevés à environ 60'000 approbations par mois depuis six 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 est en hausse depuis la fin février, mais il semble attendre un changement de politique monétaire plus décisif pour progresser plus nettement. 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 83% n'est certes pas particulièrement attrayant, bien qu'inférieur au ratio observé aux Etats-Unis, mais le rendement de 4.84% 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.

Le FTSE100 manque de catalyseur pour une hausse

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 politique monétaire trop prudente et à la concurrence du marché obligataire domestique. La stabilisation au-dessus de 8'200 points de l'indice devrait se poursuivre en l'absence de catalyseur permettant une nouvelle progression.

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 de 12.3x, mais celui-ci n'est que marginalement inférieur au PE des valeurs européennes (13.8x). Le marché britannique n'est pas particulièrement attrayant, mais il devrait néanmoins être soutenu par les baisses de taux attendues en 2024.



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