

Le Royaume-Uni montre le chemin de la croissance en Europe

La performance du Royaume-Uni surpasse celle des autres pays européens et crée de l'emploi. Le marché actions bénéficiera d'une dynamique domestique et internationale.

Points clés

- Accélération de la croissance au 3^{ème} trimestre (+0.8%)
- Le Royaume-Uni ravit le leadership de la croissance à l'Allemagne
- L'accélération des PMI britanniques promet une croissance solide en début d'année 2014
- L'emploi montre des signes très encourageants
- Politique monétaire stable en 2014
- Pas de risques de « tapering » au Royaume-Uni, les achats de titres ont déjà atteint leur plafond de 375 milliards de livres
- Valorisation attrayante du marché britannique des actions à 12.4x les bénéfices
- Surperformance attendue par rapport aux actions européennes

La croissance au Royaume-Uni accélère au 3^{ème} trimestre 2013

La croissance de l'économie du Royaume-Uni semble en effet s'accélérer en cette fin d'année. Le PIB enregistrerait une hausse de +0.8% au 3^{ème} trimestre, faisant suite à une progression de +0.7% au trimestre précédent. Cette reprise semble toucher désormais la plupart des secteurs de l'économie et s'inscrit comme la plus forte progression trimestrielle depuis 2010.

Déjà un peu en avance sur la reprise conjoncturelle dans la zone Euro et en Allemagne, les chiffres du 3^{ème} trimestre indiquent un renforcement de la dynamique au Royaume-Uni, qui ne se confirme pas en Europe continentale.

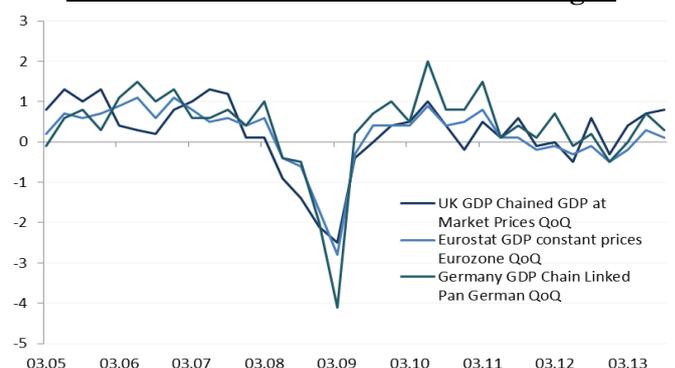
Au contraire, les PIB trimestriels allemand et européens montraient quelques faiblesses après les

espoirs engendrés à la publication des statistiques du 2^{ème} trimestre. La quasi-stagnation des autres économies européennes souligne la fragilité de la reprise en Europe continentale (+0.1%) au 3^{ème} trimestre. Sur une base annuelle, l'économie européenne reste donc très en retard sur la reprise aux États-Unis (+1.6%), au Japon (+2.6%) et sur la croissance au Royaume-Uni (+1.5%).

La performance de l'économie du Royaume-Uni est donc sensiblement meilleure que celle du meilleur élève de la zone euro, l'Allemagne (+0.6%).

Sur une base annuelle, l'économie du Royaume-Uni a donc progressé de +1.5%. Les quatre composantes principales du PIB (services, production, construction et agriculture) ont enregistré des progressions. Le secteur des services, qui représente la plus grande proportion du PIB, enregistre une progression de +0.7%, ce qui lui permet désormais de retrouver un niveau supérieur à celui atteint avant la crise financière. Le secteur de la construction, moins important, bondissait tout de même de +2.5%, tandis que la production industrielle (+0.5%) et le secteur manufacturier (+0.9%) enregistraient aussi des progressions réjouissantes.

PIB trimestriels UK – Eurozone -Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

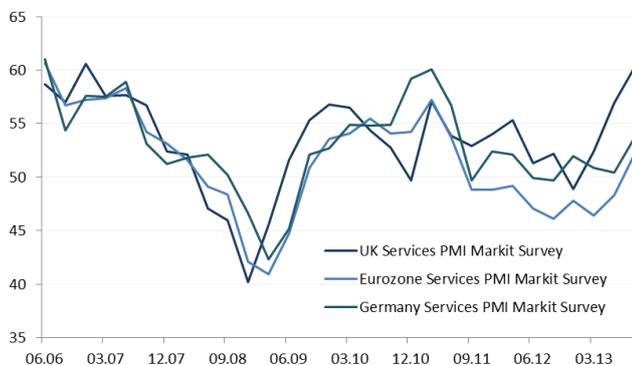
La production industrielle a, de son côté, aussi surpris les économistes en progressant de +0.9% en septembre seulement, récupérant ainsi la quasi-totalité de la faiblesse observée en août (-1.1%). Sur trois mois la hausse de la production industrielle s'est finalement établie à +0.6% (+2.2% sur une base annuelle), soit légèrement mieux que les chiffres attendus.

L'accélération des PMI laisse espérer une poursuite de la dynamique actuelle en 2014

La dernière publication des PMI au Royaume-Uni a aussi relancé les espoirs d'une accélération de la dynamique conjoncturelle au dernier trimestre. En effet, tant le PMI des services que celui du secteur manufacturier, ont plutôt surpris les observateurs par leur vigueur.

Le PMI des services a avancé de 60.3 à 62.5 et se retrouve désormais proche de ses plus hauts niveaux atteints en 2006. La progression est régulière depuis le début de l'année et surtout bien plus solide celles observée en Allemagne et dans la zone euro depuis seulement un ou deux trimestres.

PMI Services UK – Eurozone -Allemagne



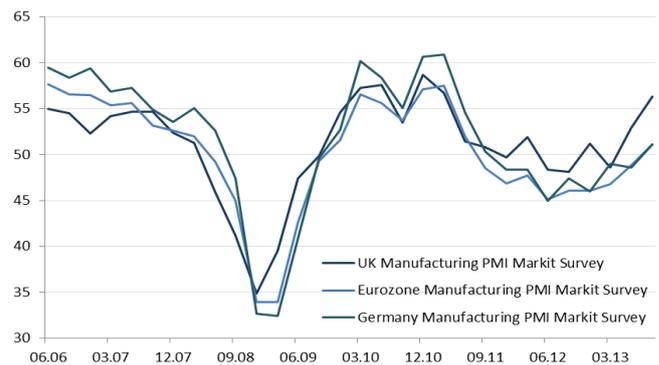
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En ce qui concerne les PMI manufacturier, l'image est un peu moins favorable, mais elle démontre toujours que l'environnement reste particulièrement positif et solide. Le léger tassement en octobre des indices de 56.3 à 56 reste positif.

Les autres composantes des indices PMI pointent aussi vers un meilleur climat général pour l'économie. Ainsi, les sous-indices des nouvelles commandes et des exportations se sont aussi renforcés.

L'indice PMI de la construction a également surpris les prévisionnistes en s'améliorant encore de 58.9 à 59.4 en octobre.

PMI Manufacturier UK – Eurozone



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Autre facteur favorable au climat général, l'évolution des prix de l'immobilier continue sur sa lancée et progresse encore de +0.7% en octobre. Les prix de l'immobilier avancent donc pour le neuvième mois consécutif. Il s'agit même de la plus forte hausse depuis trois mois, ce qui porte la progression sur un an à +8.1%. Le secteur immobilier bénéficie naturellement d'un environnement de taux bas et de l'amélioration de la confiance des consommateurs, plus largement influencé désormais par l'accroissement des signes de renforcement de la conjoncture économique.

Le système mis en place par le gouvernement d'encouragement à l'accès à la propriété, qui permet d'aider les ménages désireux d'acquérir des logements de moins de 600'000 livres semble porter ses fruits. Ceci notamment grâce à la possibilité offerte de ne financer l'achat qu'avec 5% de fonds propres, aux taux d'intérêt préférentiels et aux garanties hypothécaires. Le fonds monétaire international ne cautionne pas la politique du gouvernement et l'a largement critiquée en soulignant qu'elle pouvait reproduire les conditions qui avaient mené à la crise financière.

En conclusion à cette série de bons signaux conjoncturels, la commission européenne, l'institut national de recherche économique et sociale, la confédération des industriels britanniques et d'autres organismes ont révisé à la hausse les perspectives de croissance pour l'économie britannique en 2013 et 2014. La banque d'Angleterre a finalement aussi remonté ses propres perspectives à +1.6% en 2013 et +2.8% pour 2014. Nous révisons également nos perspectives de croissance pour l'économie britannique à +1.7% pour 2013 et +2.9% pour 2014.

L'accélération des perspectives économiques est enfin soutenue par l'emploi

L'évolution du marché de l'emploi montre une situation particulièrement encourageante et constitue aussi l'un des

signes de satisfaction les plus nets de ces dernières semaines. Le chômage semble se réduire plus rapidement qu'attendu en réaction à l'amélioration conjoncturelle observée depuis quelques mois. Le taux de chômage a baissé à 7.6% sous l'impulsion d'une baisse des demandes d'allocation de chômage de -41'700 en octobre. Les demandes d'allocation de chômage ont ainsi chuté à 1.31 millions, le plus bas niveau depuis 2009, tandis que l'économie britannique créait 177'000 nouveaux emplois, la plus forte progression mensuelle depuis plus d'un an.

Pas de changement de politique monétaire en 2014 malgré les signes de plus nette reprise

La politique monétaire au Royaume-Uni suit une ligne philosophique similaire à celle développée par la Réserve fédérale aux Etats-Unis. Celle-ci est également alignée sur un objectif de taux de chômage et sur un objectif d'inflation. La différence notable aujourd'hui tient en partie dans le fait que si le QE3 américain était par nature indéfini, les rachats de dette de la part de la Banque d'Angleterre ont été limités à 375 milliards de livres.

Si l'amélioration de la situation conjoncturelle au Royaume-Uni a déjà des effets plus significatifs qu'aux Etats-Unis sur le front de l'emploi, l'objectif de 7% similaire à celui de la Réserve fédérale (6.5%) nous semble encore suffisamment lointain pour ne pas constituer déjà un risque pour les taux d'intérêt. Par ailleurs, le taux d'utilisation des capacités des entreprises britanniques devrait leur permettre d'accroître leur production sans avoir rapidement recours à une nouvelle main-d'œuvre.

La croissance de la population et le retour progressif de nouveaux demandeurs d'emploi constitueront d'ailleurs comme aux Etats-Unis un frein à la baisse du taux de chômage.

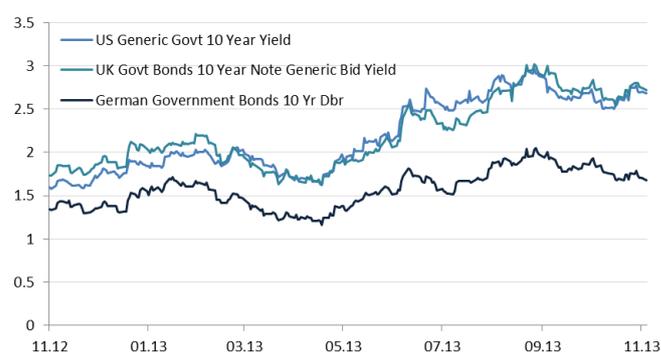
Par conséquent, même si d'autres raisons pourraient toujours justifier d'un futur changement de politique monétaire, il nous semble aujourd'hui toujours peu probable de voir les taux directeurs changer d'orientation avant 2015. Quant au risque de voir l'inflation atteindre, voire dépasser durablement d'environ 0.5% l'objectif de 2%, celui-ci reste suffisamment lointain.

Dans ce contexte économique plus favorable, les taux longs n'auront finalement plus de support spécifique pouvant justifier une tendance baissière même légère. Ainsi, sans les achats répétés de la Banque d'Angleterre et en l'absence de risque politique ou conjoncturel majeurs, les taux anglais devraient se stabiliser à court

terme avant de reprendre une tendance graduellement haussière. La normalisation des taux longs en livre sterling est donc en cours. Cette tendance à la normalisation des taux longs est déjà en place aux Etats-Unis et la corrélation observée ces derniers trimestres devrait se maintenir.

Nous prévoyons donc une poursuite de la stabilisation en cours pour les prochains trimestres. En 2014, les taux à dix ans au Royaume-Uni et aux Etats-Unis pourraient finalement dépasser à nouveau le niveau de 3%.

Taux d'intérêt 10 ans gouvernements (USA, UK, Allemagne)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

A moyen terme, la reprise de l'emploi pourrait provoquer un changement de politique monétaire plus rapide au Royaume-Uni. Mais le cas échéant, il nous semble que les risques pour les marchés de taux et pour les marchés actions britanniques sont plus faibles qu'aux Etats-Unis. En effet, la dépendance des marchés financiers britanniques aux mesures de soutien de la banque centrale nous semble moins forte qu'aux Etats-Unis. La question du « tapering » aux Etats-Unis a effectivement largement effrayé et affecté les marchés américains, tandis qu'au Royaume-Uni, la banque centrale a déjà atteint son objectif de 375 milliards de livres et ne semble pas avoir l'intention de réitérer l'exercice. Le « tapering » britannique est donc déjà réalisé.

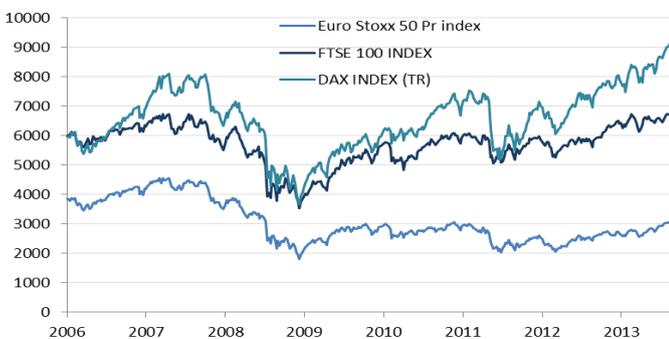
Au cours des prochains mois, l'évolution des taux longs ne sera sans doute pas motivée par une chute brutale du chômage ou une remontée surprise de l'inflation, mais elle devrait donc plutôt provenir de l'évolution de la confiance globale des investisseurs. La banque d'Angleterre n'a par ailleurs certainement pas du tout l'intention de remonter ses taux directeurs dans les prochains trimestres.

Si l'économie britannique poursuit sur sa lancée actuelle, l'optimisme des investisseurs devrait à nouveau provoquer des changements d'allocation d'actifs en faveur des marchés actions, et au détriment des actifs moins volatiles comme les obligations, et naturellement les liquidités.

Surperformance probable des actions britanniques

Le marché britannique profite aujourd'hui en Europe d'une dynamique conjoncturelle supérieure à celle des autres pays. Les risques macro-économiques sont à notre avis inférieurs grâce à une croissance plus équilibrée entre les diverses composantes (consommation, investissement et exportations). Si la performance du marché britannique depuis plusieurs années a été similaire à celle de l'Allemagne, la sous-performance de cet été par rapport à celle des marchés européens nous paraît injustifiée dans ce contexte positif. Le marché britannique se traite à 12.4x les bénéfices 2014, soit au même niveau de valorisation que l'Italie, et entre 15% et 17% meilleur marché que les actions espagnoles ou suisses.

Indice actions UK – Eurozone - Allemagne



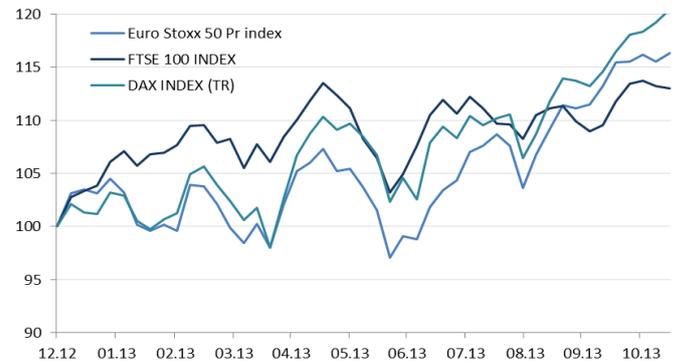
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'amélioration du climat des investissements au Royaume-Uni devrait donc favoriser les titres britanniques.

Mais rappelons toutefois que seulement 25% des ventes des sociétés du FTSE 100 concernent le marché domestique. L'Europe continentale (~20%) et les Etats-Unis (~25%) représentent près de la moitié des ventes et l'exposition aux marchés émergents est aussi conséquente (~30%). Les titres liés au marché domestique des secteurs de la consommation et de la construction devraient maintenir leur tendance positive, mais la reprise dans le segment des investissements et biens d'équipement prendra la relève et devrait enfin surperformer.

Le marché britannique est plus corrélé à l'évolution des économies émergentes et américaine qu'au cycle économique de l'Europe continentale. La reprise de l'activité dans les marchés émergents devrait donc aussi permettre une progression des bénéfices dans les secteurs des ressources naturelles et de l'énergie.

Indice actions UK – Eurozone - Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

La croissance économique se renforce au Royaume-Uni et devrait encore surperformer le cycle économique de l'Europe continentale en 2014.

Les risques de changement de politique monétaire sont très faibles pour 2014, les taux longs devraient aussi se stabiliser et rester durablement bas.

La hausse des indices actions britanniques a été portée jusqu'à présent notamment par les secteurs de la consommation et par ceux bénéficiant du cycle immobilier.

Les secteurs liés à une probable reprise du cycle des investissements des entreprises au Royaume-Uni et ceux profitant de la reprise conjoncturelle plus large, aux Etats-Unis, mais surtout dans les marchés émergents devraient désormais prendre le relai.

Le marché britannique devrait surperformer les marchés européens.

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
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch