



Le Royaume-Uni toujours en tête de la reprise en Europe

En hausse de +0.7% au 2^{ème} trimestre, le PIB atteindra +2.7% en 2015. L'emploi avance et les salaires progressent. Mais la BOE passera son tour jusqu'en 2016. Hausse des actions.

Points clés

- Confirmation de la croissance de +0.7% du PIB
- Accélération attendue aux 3^{ème} et 4^{ème} trimestres
- Le secteur des services est le plus dynamique
- La construction est le pilier essentiel de la reprise
- Hausse des prix de l'immobilier et des nouvelles hypothèques
- Abaissement du taux de chômage à 5.5%
- L'économie s'approche du plein emploi
- La progression des salaires atteint +3.4%
- Relance probable de la consommation
- La BOE patientera jusqu'en février 2016
- Fondamentaux en faveur de la livre sterling
- Rendement du dividende de 4.4%, PE 2016 14x
- Conditions réunies pour une surperformance des actions britanniques

Confirmation de la croissance du PIB au Royaume-Uni de +0.7% au 2^{ème} trimestre

La croissance du PIB réel du Royaume-Uni au 2^{ème} trimestre s'est renforcée à +0.7% après un accès de faiblesse au 1^{er} trimestre (+0.4%). Le Royaume-Uni enregistre ainsi sa dixième progression trimestrielle consécutive et semble en mesure d'accélérer à nouveau son rythme de croissance en fin d'année.

En base annuelle, l'économie anglaise montre une progression de +2.4%, en légère baisse par rapport à sa performance de mars 2015 (+2.6%) et de décembre 2014 (+3.4%). Elle affiche cependant le meilleur résultat des grands pays industrialisés en Europe.

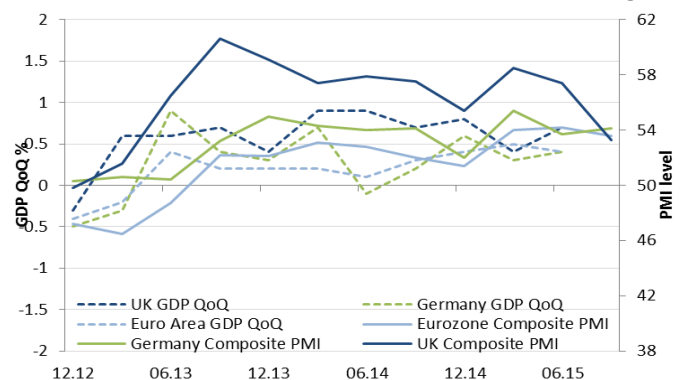
La dynamique touche la plupart des secteurs avec des contributions positives des ménages, des entreprises et du commerce extérieur.

Le secteur des services, qui reste de loin le plus important secteur de l'économie, semble être en mesure d'accroître sa dynamique au second semestre, comme le suggèrent aussi les indices PMI des services, toujours bien orientés au début du 4^{ème} trimestre.

Malgré une livre sterling plutôt recherchée (+6.4% au 30 juin) et une faible croissance du premier partenaire économique du Royaume-Uni – l'Europe – le commerce extérieur a également largement contribué au bon résultat du PIB. Cela laisse présager une accélération lorsque la reprise européenne sera plus manifeste.

La performance de l'économie du Royaume-Uni sur un an (+2.4%) est donc sensiblement meilleure que celles de la Hollande (+1.8%), de l'Allemagne (+1.6%), de la France (+1.1%) et de l'Italie (+0.7%) par exemple.

PIB et PMI trimestriels UK – Eurozone - Allemagne



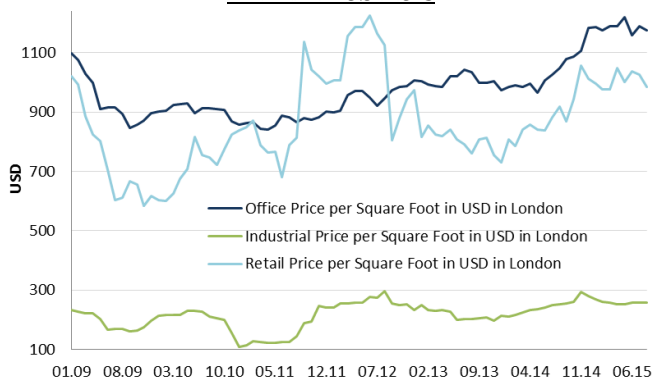
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La construction : pilier essentiel de la reprise

Le secteur de la construction continue de soutenir également la croissance au Royaume-Uni. Les dernières statistiques publiées en septembre montrent une nouvelle

fois que le niveau de taux d'intérêt relativement bas et une confiance des investisseurs plutôt élevée renforcent régulièrement la dynamique du secteur, déjà très en forme depuis plusieurs années. L'indicateur PMI du segment immobilier résidentiel augmente encore de 59 à 62.1; il trouve ainsi une confirmation dans un indicateur de la construction, qui flirte avec le niveau de 60. Même le baromètre du secteur commercial profite de ce climat favorable.

Prix immobiliers



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Dans un tel contexte, il n'est pas étonnant d'observer une poursuite de la hausse des prix de l'immobilier (+5.2% sur un an) et une accélération également dans les prêts hypothécaires. En août, ces derniers ont connu la plus forte augmentation nette (+3.4 billion pounds) depuis le début de la crise financière en mai 2008. Plus de 71'000 nouveaux prêts ont ainsi été accordés au cours du mois d'août.

Le FPC (Financial Policy Committee) de la BOE (Bank of England) s'est à plusieurs reprises inquiété de la « trop » bonne tenue du secteur immobilier. Il considère en effet qu'une hausse trop importante des prix de l'immobilier et de l'endettement des ménages peut faire peser une menace sur la stabilité financière. Mais la BOE n'est sans doute pas prête à remettre en question ou à freiner cette tendance, tant elle apparaît comme un pilier de la reprise actuelle de l'économie. Elle prévoit donc naturellement une poursuite de cette tendance.

L'effet de richesse induit par la hausse des valeurs de l'immobilier n'est pas étranger à l'amélioration de la confiance des ménages et de leur propension à consommer ou à investir.

L'emploi se renforce et les salaires progressent

Le marché de l'emploi a suivi le même chemin que celui observé aux Etats-Unis au cours des sept dernières années et se situe désormais à 5.5%, soit à nouveau à un niveau similaire à celui observé à l'émergence de la crise financière en 2008.

Le taux de chômage, qui avait bondi de 5.5% à 8.5% au plus fort de la crise en 2011 est désormais revenu à un niveau proche du plein emploi.

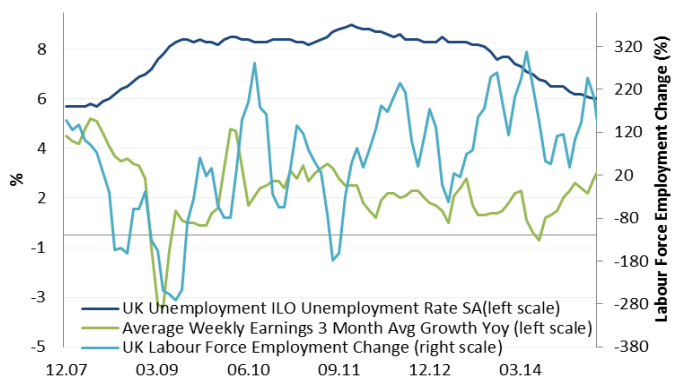
L'emploi au Royaume-Uni a donc été particulièrement dynamique, les entreprises ont ajusté leur force de travail à la hausse de la demande de biens et services, même si l'on observe un certain tassement dans les créations d'emploi au 2^{ème} trimestre. Il faut relever que le 1^{er} trimestre était un peu moins dynamique que le second et que la variable « emploi », généralement plutôt en retard sur le cycle, montre peut-être simplement les effets de ce tassement conjoncturel temporaire. Les statistiques récentes suggèrent plutôt une relance du marché de l'emploi conforme aux bons résultats économiques du 2^{ème} trimestre.

Si aux Etats-Unis, la Réserve fédérale attend toujours de constater les effets de l'assèchement du marché de l'emploi sur le niveau des salaires et sur l'inflation, la situation est plus claire au Royaume-Uni. La statistique des créations d'emploi est plus volatile au Royaume-Uni qu'aux Etats-Unis, comme l'a encore suggérée la chute des créations d'emplois en mai (-67'000) et juin (-63'000), après la publication de données pourtant particulièrement solides en début d'année (entre +114'000 et +248'000). Le retour des créations dès le mois de juillet (+48'000) laisse selon nous espérer un renforcement de ce facteur au second semestre. D'autant que les effets de l'assèchement en cours du marché de l'emploi commencent à se faire sentir sur les salaires.

La progression des salaires semble en effet se densifier selon plusieurs mesures et notamment dans l'évolution des salaires du secteur privé exclusivement, en hausse de +3.4% en juillet.

La tendance s'était renversée dès la mi-2014, elle s'intensifie et s'approche du pic de croissance observé en mars 2010 (+4%) et de la moyenne avant crise, plus proche de 5%.

Création d'emploi et progression des salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Evaluer le niveau de tension dans le marché de l'emploi n'est pas aisé, mais la plupart des indicateurs de tension sont désormais alignés pour prédire une accélération de la hausse des salaires dans les prochains mois. Le retour des anticipations inflationnistes liées à cette situation est attendu.

La clé pour les développements futurs reste clairement la poursuite de la dynamique conjoncturelle en cours. Si celle-ci se maintient, alors les pressions salariales au Royaume-Uni devraient rapidement se renforcer pour développer leurs effets sur la consommation et sur l'inflation.

Relance probable de la consommation

Le revenu disponible des ménages est en hausse, mais cela ne semble pas avoir pour l'instant tous les effets attendus sur la progression des ventes de détail. On attribue cette relative déception temporaire au climat de l'été, mais les perspectives restent très solides pour la fin de l'année, grâce à une conjonction de facteurs positifs comme la chute du brut, la hausse de la livre, la progression du revenu disponible notamment et un niveau de confiance au plus haut depuis 2000, avant un léger déclin en septembre.

Les ménages ont peut-être profité de la hausse de la livre sterling pour voyager et consommer leurs revenus à l'étranger, mais ils devraient maintenant consommer un peu plus de leurs revenus disponibles localement.

La BOE patiente en l'absence d'inflation

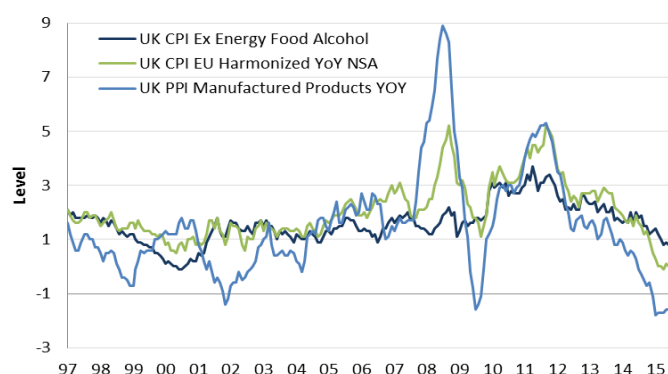
La BOE devrait garder sa politique monétaire inchangée le 8 octobre prochain et conserver un taux d'escompte historiquement bas à 0.5% pour quelque temps encore. Pour l'heure, les membres du **MPC (Monetary Policy Committee)** sont encore très largement unis autour de la stratégie de statu quo, aussi longtemps que les pressions salariales et que l'inflation ne gagnent pas en vigueur. L'amélioration récente de la productivité au Royaume-Uni renforcera sans doute par ailleurs la probabilité d'inaction du comité de politique monétaire en octobre.

Compte tenu du niveau toujours très bas de l'inflation, la politique monétaire ne devrait pas subir de modification en 2015, ce qui reporte au 1^{er} trimestre 2016 une première action de la BOE.

Les taux pourraient progresser de 0.25% en février et ultérieurement encore de 0.25% pour atteindre 1% en 2016. L'écart de rendement entre la partie courte et longue de la courbe de taux devrait donc se réduire

sensiblement au cours des prochains mois, provoquant un certain aplatissement de cette courbe. En période d'inflation basse, la partie longue de la courbe ne devrait en effet pas subir de choc similaire selon notre analyse. En l'absence de pressions inflationnistes actuelles, l'inflation reportée est toujours proche de zéro en septembre en glissement annuel, tandis que l'inflation sous-jacente ne montre pas plus de vivacité (+1%). Malgré des attentes des consommateurs pour l'évolution de l'inflation à cinq ans toujours proches de +2%, les taux longs du gouvernement britannique ont encore pu se détendre pendant l'été et glisser de 2.2% à 1.7% sur les échéances à 10 ans.

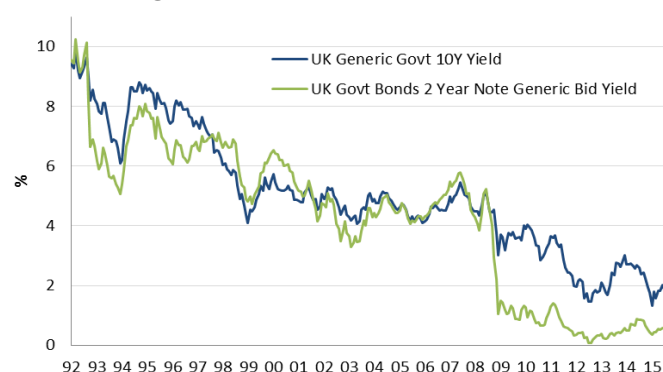
Inflation CPI – PPI



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En l'absence d'une surprise de taille provoquant une hausse brutale des indices de prix, nous estimons qu'il est probable de voir les taux longs se stabiliser entre 1.5% et 2% en fin d'année.

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

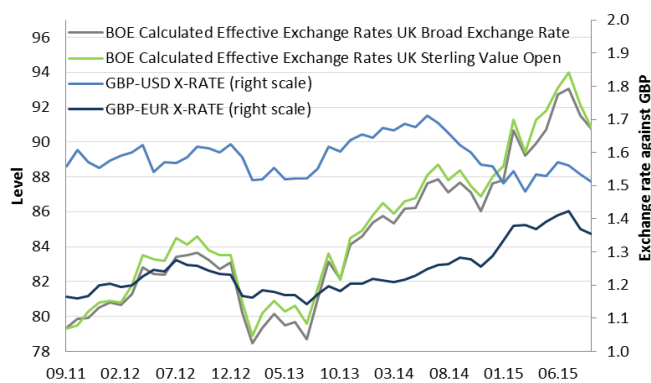
Fondamentaux en faveur de la livre sterling

La monnaie britannique devrait profiter de facteurs fondamentaux particulièrement positifs dans les prochains trimestres. En particulier contre la monnaie unique qui devrait de son côté être pénalisée par un différentiel de croissance économique et de taux d'intérêt particulièrement défavorables.

Cela dit, la livre sterling s'était déjà très sensiblement appréciée contre l'euro depuis 2013 (+20%). Le mouvement de hausse récent de l'euro de +6% corrige en partie seulement la dernière hausse de la livre du 1^{er} semestre 2015 de près de +11%. Mais en comparaison historique, le taux de change s'est simplement repositionné en 2015 sur ses niveaux de la fin de l'année 2007, avant l'émergence de la crise financière et la dévaluation compétitive massive de la livre, qui s'était alors effondrée de -30% en un an.

Le taux de change devrait donc plutôt se stabiliser entre 1.30 et 1.35 euro, alors que la livre pourrait s'apprécier contre le dollar et retrouver un niveau moyen de 1.55.

Taux de change effectif et dollar - euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Valorisations attrayantes pour les marchés actions

La hausse prochaine des taux courts ne devrait pas inquiéter le marché des actions. Aussi longtemps que celle-ci reste modérée et sans réels effets sur la robustesse de la croissance économique, la normalisation graduelle de la politique monétaire devrait avoir un effet net positif sur la psychologie des investisseurs. Nous pensons que dans le cas du Royaume-Uni, les signes de vigueur et de résilience de l'économie sont suffisants pour accepter cette normalisation progressive.

Depuis le sommet du cycle boursier précédent (octobre 2007), les titres britanniques ont enregistré un parcours boursier plus en phase avec les actions américaines

qu'avec les titres européens. La similitude des politiques monétaires et des cycles conjoncturels explique en partie cette constatation. Mais depuis 2011 toutefois, les actions britanniques accusent un retard de -25% en monnaies locales, totalement compensé par la perte de change contre les actions européennes. Nous pensons que les conditions sont désormais réunies pour une surperformance prochaine des actions britanniques en monnaies locales.

Les secteurs qui devraient bénéficier le plus d'un aplatissement de la courbe de taux en phase d'accélération conjoncturelle sont en général les secteurs plus cycliques comme les matériaux de base, l'énergie, la chimie ou la technologie.

Le marché britannique se traite à nouveau en-dessous de 14x les bénéfices 2016 et dispose toujours de l'un des meilleurs rendements des dividendes des marchés développés (4.49%). La croissance des bénéfices pour 2016, proche de +8%, est raisonnable dans ce contexte d'intensification de la dynamique économique.

Actions UK (large - small) Eurozone - Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

L'économie britannique est prête à un prochain changement de politique monétaire estimé à février 2016.

Valorisation des actions attrayante à 14x PE et rendement du dividende élevé (4.4%).

Surperformance attendue des actions.

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