



23 juin 2019

Récession de plus en plus probable au Royaume-Uni

Effondrement de -2.7% de la production industrielle et chute du PIB de -0.4% en avril. Livre sterling sous pression. BoE en retrait. Sept candidats pour remplacer Theresa May.

Points-clés

- Qui veut remplacer Theresa May ?
- Déjà sept candidats, le favori est Boris Johnson
- Dégradation des indicateurs avancés en mai
- Chute du PMI manufacturier en-dessous de 50
- Effondrement de la production industrielle de -2.7% en avril
- Contraction de l'activité au 2ème trimestre
- Le PIB mensuel d'avril baisse de -0.4%
- Amélioration de la confiance des consommateurs
- Marché du travail toujours solide
- Le taux de chômage glisse à 3.8%
- La BoE n'a plus de raison d'envisager une hausse des taux directeurs
- Le marché de l'immobilier se stabilise
- Trop de risques sur le marché des capitaux
- Les risques de récessions pèsent sur la livre
- Prudence sur les actions et l'immobilier

Qui veut remplacer Theresa May ?

Trois ans après le référendum sur le Brexit, Theresa May arrache de l'UE un ultime délai au mois d'octobre 2019 avant de tirer sa révérence. L'incertitude n'est cependant pas morte avec le départ de celle qui a fini par se résigner, mais il semblerait que la question du Brexit grâce à ce délai de quelques mois, soit passée un peu au second plan. Désormais, la question principale est « qui veut remplacer Theresa May ? ».

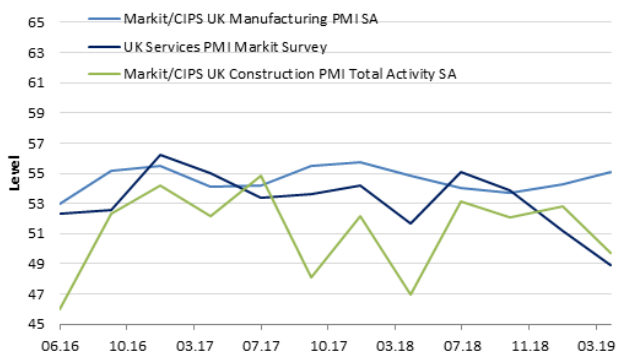
Le processus de nomination a débuté avec le vote des députés du parti conservateur qui a sélectionné sept candidats. A la fin du processus, seul deux candidats seront présentés et départagés par les 160'000 membres du parti. On devrait connaître le nom de l'heureux élu avant la fin du mois de juillet. Le favori semble être logiquement Boris Johnson, il dispose déjà d'une avance considérable sur le ministre des Affaires étrangères Jeremy Hunt qui n'a obtenu qu'un tiers des votes reçus par Boris Johnson. Il faudra attendre quelques semaines pour savoir quelle ligne politique sera adoptée entre la vision dure proposée par Boris Johnson, qui s'est toujours déclaré prêt à quitter l'UE avec ou sans accord, et celle plus pragmatique proposée par l'ancien ministre de la santé, qui prône aujourd'hui une renégociation de l'accord de retrait en formant une nouvelle équipe de négociateurs englobant plus de « sensibilités » politiques diverses afin d'éviter à tout prix une sortie le 31 octobre sans accord.

Dégradation des indicateurs avancés en mai

La chute de l'indice PMI manufacturier du mois de mai de 53.1 à 49.4 a été plutôt brutale. Il sonne le glas des espoirs de résistance du secteur manufacturier britannique qui avait relativement mieux résisté ces derniers mois à la pression généralement observée dans la plupart des pays industrialisés. Le passage en-dessous du niveau de 50 et du seuil de croissance est donc un signe de plus du ralentissement probablement en cours au second trimestre de l'économie britannique. Contrairement à d'autres pays, au Royaume-Uni c'était le segment manufacturier qui semblait se redresser après une année 2018 de déclin assez régulier en rebondissant de 52 à 55.1 en mars, la correction récente replace l'industrie britannique dans la tendance globale. Du côté des services, généralement plus résistants dans d'autres économies au cours des derniers mois, les indicateurs avancés britanniques PMI avaient déjà glissé en-dessous

du seuil de croissance en mars (48.9), le rebond des deux derniers mois au niveau de 51 en mai propose des perspectives un peu meilleures. Les mois passent sans que l'économie britannique ne puisse entrevoir une solution à la crise politique qui augmente chaque jour et qui ne fait qu'exacerber l'incertitude des milieux économiques et des consommateurs. Les mouvements opposés des deux indicateurs PMI se sont en fait annulés au niveau de l'indice composite qui reste stable à 50.9 en mai. Dans le secteur de la construction, les indicateurs avancés ont également été plus faibles, l'indice PMI de la construction (48.6) passe nettement en-dessous de la limite de 50 et enregistre en mai l'un de ses plus mauvais scores des trois dernières années. L'économie britannique s'éloigne de la zone de croissance et les risques de récession s'accroissent.

PMI manufacturier, services et construction



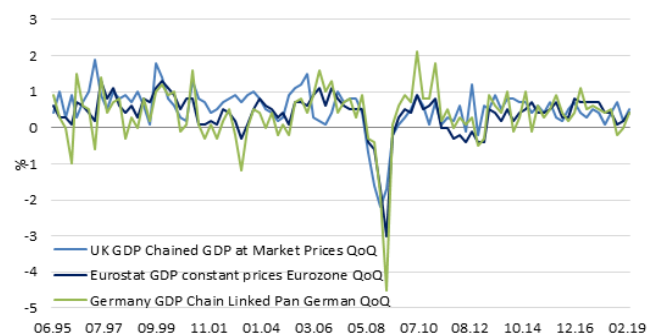
Sources: Bloomberg, BBDI Group S.A

Effondrement de la production industrielle

Le PIB britannique a progressé de +0.5% au 1er trimestre. La croissance avait accéléré après un ralentissement de -0.2% en fin d'année 2018. Les dépenses de consommations privées et publiques, ainsi que la formation brute de capital fixe ont contribué positivement à cette croissance, alors que le commerce extérieur a pesé négativement. Cette dynamique n'est pourtant pas solide et repose essentiellement sur une croissance des inventaires en prévision des risques d'approvisionnement liés au Brexit. Les résultats préliminaires du 2ème trimestre semblent déjà confirmer cette analyse. La production industrielle britannique a chuté de -2.7% en avril. C'est bien plus mauvais que ce qu'attendait le consensus (-1%) en raison de l'effondrement de l'activité des usines (-3.9%) et de la production d'électricité et de gaz (-3.2%). Il s'agit de la pire contraction de l'activité enregistrée depuis 2012 qui a certainement été impactée par la problématique du report du Brexit mais aussi par la chute de -24% de la production de véhicules en raison de fermetures temporaires d'usines. La production manufacturière a ainsi enregistré sa plus forte contraction depuis dix-sept ans. Ces données mettent en évidence la fragilité de l'économie britannique toujours très affectée par la problématique sans issue prévisible pour l'instant du

Brexit. La construction s'est aussi affaiblie de -0.4% en avril et le secteur des services est resté stable.

Croissance trimestrielle du PIB UK



Sources: Bloomberg, BBDI Group S.A

Contraction de l'activité au 2^{ème} trimestre

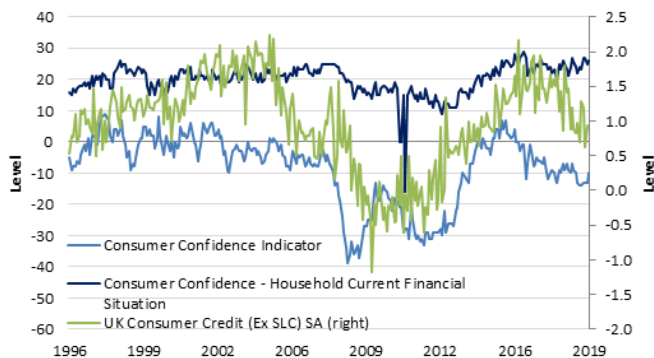
Les indicateurs avancés suggéraient une contraction du PIB et les chiffres publiés pour le mois d'avril indiquent clairement un recul de l'activité économique en cours après un relativement bon début d'année. La contraction de -0.4% du PIB sur un mois fait suite à une baisse de -0.1% en mars sous l'impulsion principale de la production industrielle. Le choc de croissance est nettement supérieur aux attentes du consensus (-0.1%) et témoigne d'un plus net impact du Brexit qu'escompté. Les entreprises industrielles avaient constitué des stocks en prévision du Brexit, ce qui avait soutenu le PIB en début d'année, mais le report à octobre de la date butoir a eu un effet inverse au cours des dernières semaines. Sur trois mois à fin avril, le PIB a ralenti mais reste en croissance de +0.3%. Sur un an la croissance du PIB a ralenti de +1.9% en mars à +1.3% en avril. La croissance annualisée sur les trois derniers mois s'est établie à +1.1%. La balance commerciale britannique a vu une réduction du déficit à 12.1 milliards de livres sous l'impulsion d'une chute des importations et des exportations. En volume, les exportations ont chuté de -10.9% en avril pour une baisse de -14.4% des importations. Le contexte actuel ne présage pas un 2^{ème} trimestre très positif, mais les prévisions de croissance pour l'ensemble de l'année restent proches de +1.4%.

Amélioration de la confiance des consommateurs

Le consommateur britannique est plus optimiste en mai malgré l'incertitude politique. Les ménages semblent considérer plus favorablement leur situation financière et se disent moins pessimistes en ce qui concerne la situation économique globale du pays. Le consommateur britannique qui était encore présent au 1^{er} trimestre avec une consommation des ménages en hausse de +0.7% reste le principal moteur de la croissance du PIB. Depuis 2016, il soutient la demande intérieure, sans pour autant

être en mesure d'apporter une dynamique suffisante pour faire sensiblement progresser la consommation. Le taux de chômage désormais inférieur à 4% est un élément de soutien qui permettra la progression des salaires et du pouvoir d'achat, en raison d'une inflation finalement assez modérée pour l'instant (+1.8%). Le revenu réel disponible des ménages a augmenté, mais l'endettement des ménages enregistre aussi sa neuvième progression trimestrielle.

Confiance des consommateurs



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

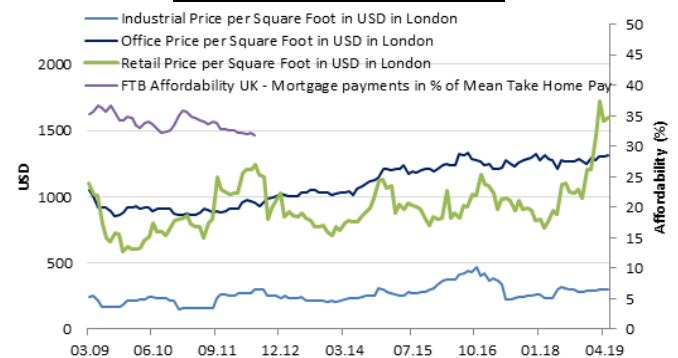
La BoE n'a plus de raison d'envisager une hausse des taux directeurs

L'évolution récente de l'inflation (+1.8%) qui est repassée en dessous du seuil de 2% donne un peu plus de marge de manœuvre à la Banque centrale britannique, mais elle reste suffisamment vivante pour être un facteur à considérer dans l'appréciation des opportunités et risques pour la conduite de sa politique monétaire. Les prix à la production ont de leur côté enregistré une hausse de +1.1% en avril et +3.8% sur un an. La BoE avait dû remonter ses taux directeurs en 2017 à deux reprises et s'était ensuite abstenue d'agir dans un contexte de stabilisation de la livre sterling, de baisse de l'inflation et de ralentissement conjoncturel. La BoE restera particulièrement attentive aux développements politiques entourant la problématique du Brexit en espérant certainement qu'un « no deal » puisse être évité en octobre, mais sa préoccupation principale est pour l'instant d'éviter une dégradation du ralentissement conjoncturel en cours. Les dernières statistiques suggèrent que le PIB pourrait se contracter de -0.2% au 2^{ème} trimestre, ce qui engagera la BoE à maintenir sa politique monétaire inchangée et son taux de référence à 0.75%. Ces derniers développements auront un impact supérieur à celui du marché de l'emploi. La faiblesse en cours retiendra la BoE d'agir sur les taux comme elle l'envisageait encore il y a quelques mois. Nous estimons toujours, comme il y a quelques mois, que la BoE n'agira certainement pas rapidement et qu'elle laissera en 2019 son taux de référence inchangé à 0.75%.

Le marché de l'immobilier se stabilise

Les prix de l'immobilier ont étonnement progressé de +0.5% en mai dépassant largement les attentes des prévisionnistes d'une stabilisation des prix selon la société Halifax, acteur majeur du secteur des prêts hypothécaires. Sur un an la croissance des prix est de +5.2%. Les données mensuelles ont été quelque peu volatiles en 2019, mais la tendance est clairement toujours haussière après plus d'une décennie de progression des valeurs. Le marché britannique a souffert de l'inquiétude liée au Brexit et continuera sans doute encore d'être affecté par l'incertitude toujours menaçante. Mais le déséquilibre du marché immobilier reste favorable à une poursuite de la tendance actuelle, en particulier si les coûts de financement restent durablement aussi bas qu'ils le sont aujourd'hui et si les conditions du marché du travail restent robustes. Les approbations de crédit hypothécaires rebondissent et repassent la barre des 66'000 dossiers acceptés en avril, proche des plus fortes valeurs enregistrées au cours des dix-huit derniers mois.

Prix de l'immobilier au m2



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

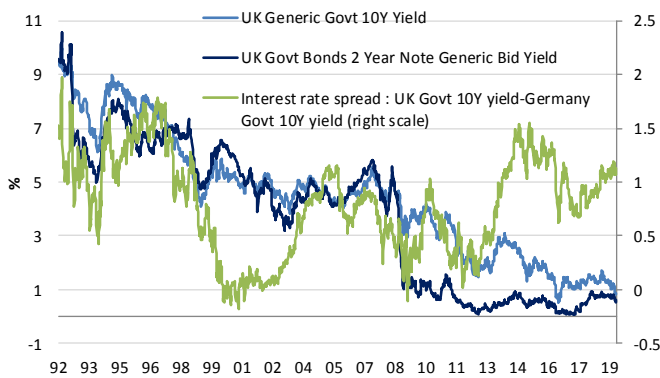
Malgré l'incertitude pesante liée au Brexit, le taux de chômage au Royaume-Uni poursuit son déclin en avril et atteint son plus bas niveau des dix dernières années à seulement 3.8%, bien en-dessous du taux élevé atteint en 2011 à 8.5%. La progression des salaires mesurée par l'indicateur relevant la rémunération hebdomadaire globale marque légèrement le pas en avril pour la seconde fois depuis juin 2018 ; la hausse de +3.1% est en effet légèrement inférieure à celle de +3.5% observée en février. Mais le marché de l'emploi est solide comme le suggèrent aussi les créations d'emploi reportées pour le mois d'avril en hausse de 32'000 postes.

Trop de risques sur le marché des capitaux

Le report à octobre de la date butoir de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne offre un répit temporaire aux investisseurs qui peuvent écartier pour un temps la menace d'un « no deal » aux effets potentiellement dévastateurs sur la valorisation de la livre, l'inflation et la croissance.

La problématique du Brexit passe pour l'instant à nouveau au second plan et s'y trouve reléguée en raison de la perte de dynamique de l'économie britannique au 2^{ème} trimestre. Une entrée possible en récession pendant l'été juste avant la prochaine échéance fatidique est désormais probable. Les taux longs s'étaient stabilisés au-dessus du niveau de 1.2% avant la décision de report du Brexit, ils ont ensuite réagi à l'augmentation des risques de contraction économique en chutant rapidement à 0.8%. Ce niveau particulièrement bas reste pourtant associé à un risque de moins-value en capital soudaine ainsi qu'à un risque de dévalorisation de la devise.

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

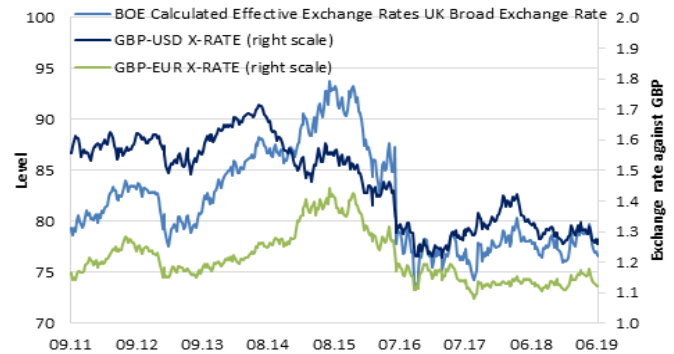
Nous considérons ce contexte comme peu attrayant et nous recommandons de ne pas conserver d'exposition au marché de taux britannique. L'inflation britannique avait atteint 3.1% en 2017 avec la chute de la livre sterling avant de se réduire progressivement pour atteindre 1.8% en mars. Les risques d'une remontée de l'inflation suite au Brexit dépendront évidemment de la solution trouvée et seront assurément très supérieurs en cas d'une sortie sans accord.

Les risques de récession pèsent sur la livre

La livre sterling est plus que jamais otage de la situation politique complexe entourant le Brexit. Le Royaume-Uni aurait déjà dû sortir de l'Union européenne au 29 mars sans un accord.

L'impasse politique reste criante malgré le report de la date butoir au mois d'octobre. Mais la devise britannique souffre maintenant de l'affaiblissement de la conjoncture et des risques croissants de récession. Dans un tel contexte, nous maintenons notre position de prudence adoptée sur la livre. Une nouvelle dépréciation en-dessous du niveau de décembre 2018 de 1.25 contre le dollar nous semble probable.

Taux de change effectif et dollar – euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Prudence sur les actions et l'immobilier

Dans le contexte encore plus incertain des négociations liées au Brexit, le ratio rendement/risque attendu du marché actions ne nous apparaît toujours pas attrayant. La livre est désormais sous pression en raison du ralentissement conjoncturel qui s'installe, nous maintenons donc notre recommandation de prudence à l'égard des actions britanniques, malgré une valorisation raisonnable et un rendement du dividende intéressant. Du côté de l'immobilier titrisé, l'incertitude qui entoure encore la question non résolue de la future forme que prendra le Brexit freinera l'évolution des REIT. Les risques d'une nouvelle dégradation des conditions de marchés nous semblent suffisants pour recommander de rester en dehors de ce marché, pour l'instant, au moment où la banque d'Angleterre évoque une chute possible de 25% des prix de l'immobilier dans le scénario pessimiste d'un Brexit sans accord.

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 2
 1201 Genève - Suisse
 T : +4122 5959 611 - F : +4122 5959 612
 info@bbgi.ch - www.bbgi.ch