

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO



20 mars 2020

La BoE rassure mais n'écartera pas la récession au Royaume-Uni

Récession probable au 1^{er} semestre. La BoE baisse ses taux et accroît ses rachats d'actifs. Rebond rapide des taux longs. Nouvelles opportunités pour l'immobilier et les actions.

Points-clés

- Boris Johnson fait volte-face et renonce à sa stratégie dite de « l'immunité de masse »
- Virage à 180 degrés en matière de politique économique : plan de relance budgétaire
- La BoE annonce des mesures exceptionnelles
- Deux baisses successives des taux directeurs à 0.1%
- 200 milliards supplémentaires de rachats d'actifs
- Les indicateurs avancés ne permettront pas d'évaluer les risques réels de récession
- Détérioration attendue de la confiance des ménages
- La volatilité n'épargne pas le marché des capitaux
- Hausse des rendements de 0.2% à 1% en deux semaines seulement
- Faible probabilité de reprise de la livre sterling
- Opportunités pour l'immobilier et les actions après des corrections de valeurs de près de -40%

Boris Johnson fait volte-face et renonce à sa stratégie dite de « l'immunité de masse »

Après avoir développé une stratégie inédite et contraire à celles mises en œuvre par tous les gouvernements de pays touchés par le Coronavirus, le premier ministre Boris Johnson finit par se ranger aux avis des experts.

Pendant quelques jours le premier ministre britannique a exposé une stratégie pour le Royaume-Uni qui visait à tenter une théorie de « l'immunité de masse » pour la population britannique.

Cette théorie du pire pouvait aboutir à une contamination de 80% de la population et espérait que la majorité des britanniques développerait dans ce contexte une immunité naturelle. La logique de cette approche étant que lorsqu'un nombre suffisant de personnes auront développés des anticorps, l'épidémie cessera. Les experts scientifiques avaient évalué à près de 250'000 le nombre potentiel de morts si cette politique était suivie en raison du probable débordement total du système de santé britannique qui aurait sans doute lieu. Heureusement pour les britanniques, la politique prônée par Boris Johnson face à l'épidémie de Coronavirus au Royaume-Uni n'aura pas résisté longtemps à l'analyse scientifique et aux critiques qui ont été opposées ces derniers jours à cette politique du pire.

C'est sans doute un rapport de l'Imperial College de Londres rendu public cette semaine, qui soulignait le risque de compter plus de 500'000 morts dans le pays si on adoptait une stratégie de laisser-faire sans aucune mesure de lutte contre la propagation du virus, qui a décidé le gouvernement à changer de stratégie.

Finalement le Royaume-Uni a donc rejoint le club des pays recommandant à leur population d'adopter des pratiques adaptées à la gravité de la situation. Mais pour l'heure, aucune mesure radicale comme celles prises dans la plupart des pays européens n'a été annoncée, telles que les fermetures d'écoles, de restaurants, bars et autres lieux publics. Compte tenu de la relative faiblesse du système de santé existant au Royaume-Uni, cette volte-face de Boris Johnson est certes bienvenue. Cependant, il est probable que les mesures annoncées finalement ne soient que très insuffisantes pour permettre au pays de lutter efficacement contre l'épidémie en cours.

En comparaison internationale, le Royaume-Uni dispose de la plus faible capacité d'accueil de patients lorsqu'on la mesure en nombre de lit par 1000 habitants. Avec seulement 2 lits disponibles, le ratio britannique est inférieur à ceux de l'Italie, de l'Espagne (3) et de la Chine (4). Il est de très loin en-dessous des ratios français (6) ou allemand (8) et six fois plus faible que ceux du Japon ou de la Corée du Sud qui affichent des ratios supérieurs à 12 lits par 1000 habitants.

Le Royaume-Uni devrait donc être plus largement touché que les autres pays européens par l'évolution actuelle de l'épidémie de Coronavirus.

En termes d'impact sur la croissance économique, la stratégie actuelle pourrait avoir dans un premier temps des effets plus limités en raison du maintien de l'activité dans la plupart des secteurs. Les services et la consommation devraient ainsi être peu affectés initialement tout au moins.

Virage à 180 degrés en matière de politique économique : plan de relance

La volte-face de Boris Johnson sur le plan de la gestion de l'épidémie n'est pas la seule surprise puisque ce dernier réalise également un changement majeur de politique économique face à la crise actuelle. Le premier ministre et son gouvernement renversent en effet la table et adoptent une stratégie économique contraire à leur principale doctrine d'austérité budgétaire. Le nouveau ministre des finances Rishi Sunak, qui n'a pris ses fonctions que depuis quelques semaines, a annoncé un plan de relance de 30 milliards de livres sterling visant à soutenir l'activité économique, déjà fragilisée avant l'émergence de la crise du Covid-19.

Environ 12 milliards de livres sterling seront avancés pour répondre aux exigences immédiates de la crise sanitaire. 18 autres milliards seront débloqués pour stimuler l'économie par des dépenses de services publics et d'infrastructure. D'autres mesures incluant des garanties de prêts portant sur 330 milliards de livres, soit 15% du PIB britannique et près de 20 milliards de livres de baisses d'impôts pour les entreprises cette année ont été annoncées.

Après une décennie d'actions de soutien à la croissance presque exclusivement menées par les banques centrales on redécouvre dans l'urgence face à la crise du Covid-19 les mérites des actions de relance budgétaire des états et la nécessité d'accompagner les actions des banques centrales déjà très actives en adoptant des mesures plus directes de soutien à l'économie réelle.

La BoE annonce des mesures exceptionnelles

Nous attendions une baisse des taux directeurs de la Bank of England en ce début d'année dans le contexte de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, mais c'est finalement l'urgence de la crise sanitaire mondiale qui aura décidé l'institution britannique à ajuster plus rapidement ses taux directeurs en les abaissant de 50 points de base, de 0.75% à 0.25%. Cette première action de la BoE est intervenue avant la réunion ordinaire du comité de politique monétaires pour soutenir l'économie britannique fortement menacée par le Coronavirus, alors qu'elle était déjà en très nette perte de vitesse en fin d'année 2019. La BoE a donc voulu rassurer les marchés financiers en abaissant à nouveau à leur plus bas niveau les taux directeurs britanniques. Elle a par ailleurs annoncé qu'elle assouplirait les conditions de solvabilités et les ratios imposés aux banques, ainsi que la création d'un nouveau mécanisme devant permettre de soutenir les PME. L'institution reconnaît que le Coronavirus va poser des problèmes significatifs dans les chaînes de production et d'approvisionnement qui provoqueront un ralentissement probable de l'activité économique. Mais elle considère aussi que ces perturbations dommageables seront certainement temporaires. Une semaine plus tard, la BoE abaisse une nouvelle fois ses taux directeurs de 0.25% à 0.1% et annonce une relance de son programme d'achat de titres de 200 milliards de livres sterling à 645 milliards. Ces nouvelles munitions seront utilisées pour racheter de la dette gouvernementale et de la dette « corporate ».

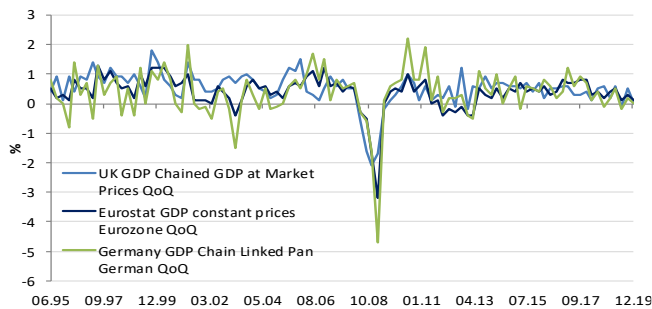
Ces dernières mesures ont été prises lors d'un meeting extraordinaire du comité de politique monétaire le 19 mars et visent évidemment à rassurer tous les acteurs de l'économie britannique que la banque centrale fera tout ce qui est en son pouvoir pour limiter le plus possible les effets négatifs du Coronavirus sur l'ensemble du tissu économique du Royaume-Uni.

Les indicateurs avancés ne permettront pas d'évaluer les risques réels de récession

Les derniers chiffres du PIB publiés pour l'économie britannique montraient une croissance de +0.1% sur trois mois à la fin janvier 2020 et de +0.6% sur un an. Le segment manufacturier chutait de -1.2% sur trois mois, faisant craindre que la petite embellie qui avait suivi l'élection de Boris Johnson serait de courte durée. L'économie était donc déjà en très nette perte de vitesse et proche d'une récession avant l'éclatement de la crise du Coronavirus. La production industrielle de janvier repassait en territoire négatif sur un mois (-0.1%) pour s'afficher en baisse de -2.9% sur un an. La faiblesse de la conjoncture au Royaume-Uni contrastait déjà avec la vigueur retrouvée des indices PMI en très net rebond

pourtant depuis la fin décembre. L'indice composite bondissait en effet de 49.3 (décembre) à 53.3 en janvier, son plus haut niveau de confiance depuis octobre 2018, et restait encore solide (53) en février, malgré l'incertitude et la progression des risques liés à l'épidémie. Dans le contexte des dernières semaines particulièrement perturbé sur le plan financier, nous estimons que l'inquiétude liée à l'évolution de la crise sanitaire qui touchera le Royaume-Uni provoquera une chute très nette des indicateurs avancés.

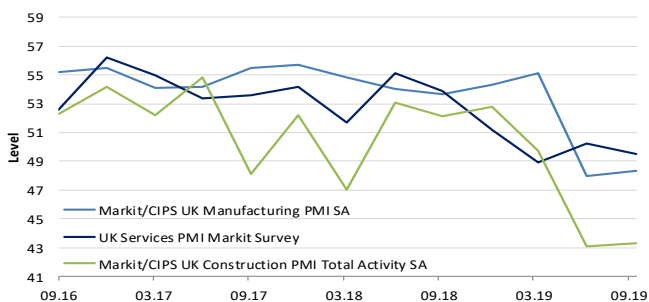
Croissance trimestrielle du PIB UK



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Malgré les mesures de soutien évoquées, les indices PMI devraient nettement repasser en-dessous de 50 et accroître la perception des risques des investisseurs pendant plusieurs mois. Nous estimons que les mesures de soutien annoncées ne pourront très certainement pas être prises en considération rapidement dans la plupart des mesures habituelles de sentiment.

PMI manufacturier, services et construction



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

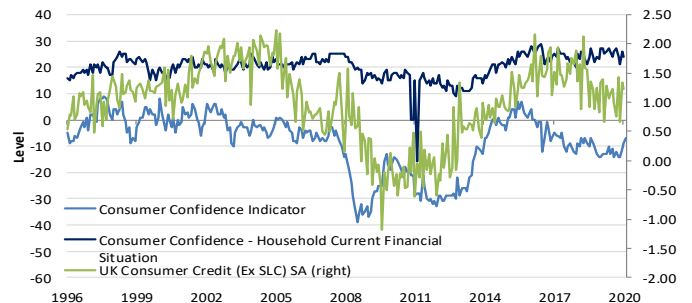
Les indicateurs avancés ne seront donc sans doute pas de très bons guides pour tenter d'évaluer les réels risques qui menacent l'économie britannique. Il s'agira donc de prendre avec beaucoup de précaution les futurs signaux qui ne manqueront pas pourtant d'être analysés par la plupart des observateurs de la même manière que par le passé.

Détérioration de la confiance des ménages

L'indicateur de confiance qui était déjà au plus bas des six dernières années en début 2019 est resté faible jusqu'en novembre avant les élections législatives.

Dans un contexte pourtant toujours solide pour le marché du travail, cette absence de confiance était essentiellement due aux incertitudes liées au Brexit et maintenant les consommateurs dans une attitude de « wait and see ».

Confiance des consommateurs



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

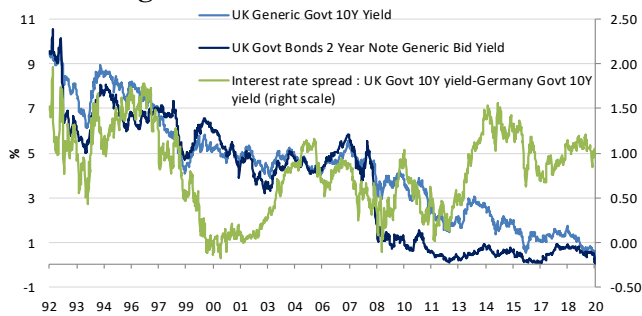
Aujourd'hui la crise sanitaire ne s'est pas encore réellement développée au Royaume-Uni, mais nos anticipations sur son évolution sont plutôt pessimistes. Le faible degré de préparation du système de santé pourrait exacerber cette crise qui nous semble devoir développer des effets plus anxiogènes sur la confiance des ménages au cours des prochaines semaines. Cet environnement ne sera pas propice à la consommation, à l'investissement et au marché immobilier. En l'absence de mesures plus radicale de fermetures des écoles, des lieux publics et de mesures de confinement, l'économie britannique pourrait toutefois montrer quelques signes de résilience. Mais une remontée du taux de chômage et une diminution de créations d'emploi accompagneront certainement une nouvelle baisse du sentiment.

La consommation privée devrait faiblir et ne pourra pas être compensée par une hausse des dépenses et des investissements des entreprises. Les dépenses publiques devraient donc être l'un des facteurs de soutien du PIB.

La volatilité n'épargne pas le marché des capitaux

Les incertitudes liées à l'apparition en Europe de cas de Covid-19 ont poussés les taux longs à la baisse dès la mi-janvier avant de provoquer une chute drastique des rendements sur le Trésor britannique de 0.6% le 21 février à 0.075% le 9 mars. Les actions de soutien conjoncturel annoncées par la BoE et par le gouvernement britannique ont convaincu certains investisseurs, tandis que d'autres exigeaient un rendement plus élevé pour tenir compte de l'accroissement des risques et de l'augmentation de la dette gouvernementale. Ces prises de conscience ont provoqué l'une des plus rapide remontée des rendements à dix ans en livres sterling, qui repassaient brutalement en cinq séances de bourse de 0.2% à plus de 1% le 19 mars.

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans



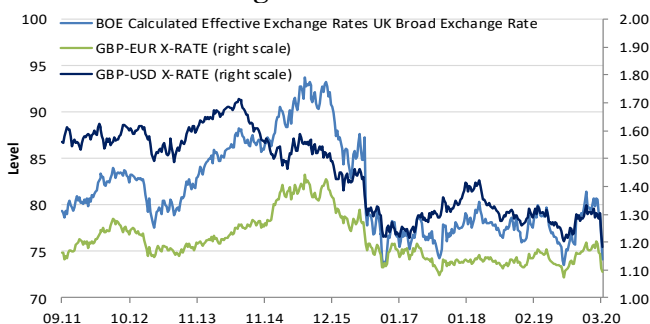
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Cependant, le marché des capitaux en Livres sterling ne nous semble toujours pas très attractif en raison de rendements encore sensiblement inférieurs à ceux des marchés en dollars US notamment. Les risques de détenir des obligations en livres sterling nous semblent suffisants dans ce contexte pour éviter un positionnement à ce marché. Dans ce contexte incertain, nous recommandons aux investisseurs internationaux d'éviter toute exposition au marché des capitaux en livre et de se positionner sur d'autres segments obligataires.

Faible probabilité de reprise de la livre sterling

Nous l'avons déjà évoqué, la livre sterling restera encore longtemps influencée par la situation politique britannique et par la forme définitive du Brexit, mais sa chute de -13% au cours des deux premières semaines de mars semble plutôt refléter les changements de perspectives relatives pour l'économie britannique.

Taux de change effectif et dollar – euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nous n'envisageons pas de reprise rapide du taux de change dans ce contexte et anticipons une stabilisation de la livre au-dessus de 1.10 contre euro.

Opportunités pour l'immobilier et les actions

Nous avons longtemps maintenu une recommandation de prudence à l'égard des actions et des placements immobiliers britanniques en raison des incertitudes toujours élevées liées au Brexit malgré des valorisations raisonnables. Dans le contexte actuel de ralentissement, probablement temporaire, de l'activité économique au Royaume-Uni, nous estimons que les corrections de valorisation de plus de -40% pour l'immobilier et de -36% de l'indice FTSE100 sont excessives et ne reflètent pas les perspectives réelles à moyen terme de ces deux classes d'actifs.

Immobilier titrisé et actions britanniques



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nous estimons que les chutes de valorisation ont très nettement réduit les risques de positionnement pour des investisseurs orientés à long terme et recommandons une stratégie désormais plus positive et constructive pour toutes deux avec un horizon temps de douze mois.

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