

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO



17 juin 2020

## Plus forte chute du PIB britannique (-20.4%) en avril depuis 1703

**Choc économique brutal en avril. La BoE doit renforcer son action. Stabilité de la livre. Taux négatifs pour le trésor britannique. Valorisation relatives favorables pour le FTSE100.**

### Points-clés

- L'économie britannique se dirige vers la plus forte récession économique en Europe
- Choc intense en avril, le pire est sans doute passé
- Des mesures gouvernementales exceptionnelles pour une situation unique
- La BoE doit aller encore plus loin pour soutenir l'économie britannique
- Injections probables de 100 milliards supplémentaires
- Rien à attendre des indicateurs avancés ?
- Première émission d'emprunt gouvernemental à taux négatif
- Stabilisation de la livre sterling
- Les fondamentaux sont encore en faveur des actions britanniques et de l'immobilier

Ce résultat n'est pas une surprise, nous relevions dans nos précédentes analyses que le Royaume-Uni pourrait bien être le pays le plus touché en Europe en raison notamment de la plus faible capacité d'accueil et de réaction face à une dégradation de la situation sanitaire dans le pays.

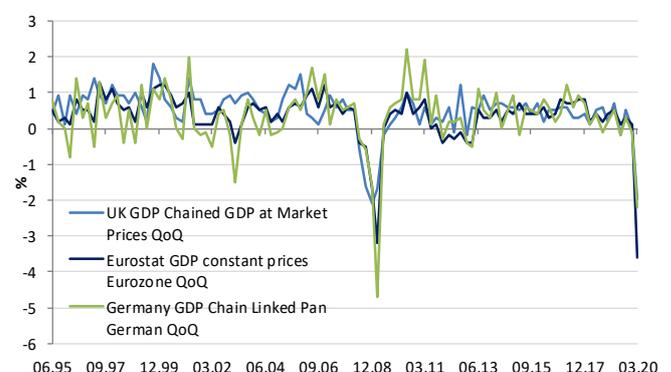
Le Royaume-Uni a donc effectivement été le plus touché en Europe en enregistrant le niveau le plus élevé de décès (42'000). D'un point de vue économique, ce constat pourrait bien affecter plus durablement la psychologie et le comportement des consommateurs. La demande pourrait en effet rester plus longtemps affectée et limitée.

L'OCDE estime dans ce contexte que l'économie britannique pourrait bien être la plus affectée des économies des pays industrialisés en enregistrant une récession de -11% en 2020 ce qui constituerait la plus forte contraction économique observées dans le pays depuis 1709, soit plus de 300 ans.

### L'économie britannique se dirige vers la plus forte récession économique en Europe

L'économie du Royaume-Uni a enregistré en avril une contraction de -20.4% qui a effacé près de 20 ans de croissance du PIB en quelques semaines. Le plongeon est plus sévère qu'estimé par le consensus (-18.7%). Le mois d'avril était effectivement le premier mois de confinement du pays faisant suite à la décision du 1<sup>er</sup> ministre Boris Johnson d'adopter finalement des mesures de protection de la population britannique adaptées à la situation sanitaire après de nombreuses semaines d'atermoiement politique dommageable.

### Croissance trimestrielle du PIB UK



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le Royaume-Uni est donc frappé par l'une des plus sévères crises sanitaires en Europe et l'une des plus fortes récessions économiques de son histoire. Dans le contexte spécifique actuel la question du Brexit n'est de loin pas résolue, mais est de facto reléguée au second plan. La perspective d'un Brexit sans accord avant la fin de la période de transition en décembre augmente ainsi considérablement. Les discussions entre Bruxelles et Londres sont au point mort en raison de la crise actuelle et il devient difficile d'escompter des progrès significatifs rapides dans cet environnement. L'économie britannique aura du mal à supporter une récession en 2020 et le choc en 2021 d'une sortie brutale de l'UE. La situation actuelle pose donc un challenge considérable au 1<sup>er</sup> ministre, mais aussi à la banque centrale, qui devrait certainement encore accroître son action de soutien à l'économie.

### Choc intense en avril, le pire est sans doute passé

La contraction du mois d'avril (-20.4%) a été provoquée par des réductions massives d'activité dans la plupart des secteurs économiques. Le secteur alimentation et hôtellerie enregistre la plus forte chute (-88.1%), suivie de celle du secteur de la construction, qui s'effondrait aussi de -40.1%, une baisse à peine supérieure à celles des secteurs des loisirs (-39.7%) et de l'éducation (-33.6%). La production industrielle s'est logiquement effondrée de -20.3% sur un mois dans cet environnement et de -24.3% sur un an. Situation similaire pour la production manufacturière en déclin de -24.3% et -28.5%. Le constat est encore plus dramatique dans la construction qui voit une correction de -40.1% de son activité sur un mois après une chute de -5.9% en mars et de -44% en comparaison annuelle. Les ventes au détail marquent aussi très logiquement le coup et plongent de -18.1% en avril de concert avec

l'évolution de la confiance des consommateurs, toujours plus inquiets de perdre leurs emplois lorsque les mesures d'urgence de soutien auront disparu. La situation du marché de l'emploi en avril avait surpris positivement les observateurs avec une hausse de l'emploi surprise sur trois mois contredisant les prévisions de pertes d'emplois estimées à 110'000 jobs. Cette publication était surprenante, elle a depuis été corrigée par la perte de 429'000 emplois en avril et l'annonce en juin d'une très forte augmentation des demandes d'allocations chômage (+1'500'000) pendant le confinement dépassant désormais 3'000'000 de personnes et occulte probablement une situation certainement plus négative qui devrait être visible au cours des prochains mois. Le taux de chômage attendu en hausse à 4.7% est finalement resté stable à 3.9%. La croissance des salaires en avril a par ailleurs été négative dans le secteur privé.

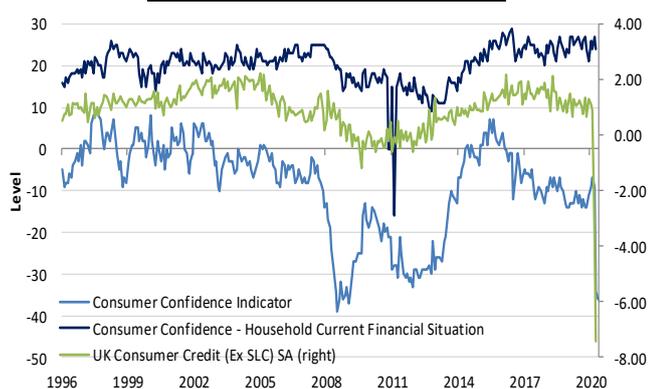
### Des mesures gouvernementales exceptionnelles pour une situation unique

Le gouvernement de Boris Johnson avait finalement aussi adopté des mesures de soutien conjoncturel qui ont été mises en œuvre au cours du dernier trimestre à mesure que l'on constatait la gravité de la situation sanitaire et économique. Un premier 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, était accompagné 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. Au Royaume-Uni comme dans la plupart des pays, après une décennie d'actions de soutien à la croissance presque exclusivement menées par les banques centrales on redécouvrait 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 doit aller encore plus loin pour soutenir l'économie britannique

Nous attendons 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

**Confiance des consommateurs**



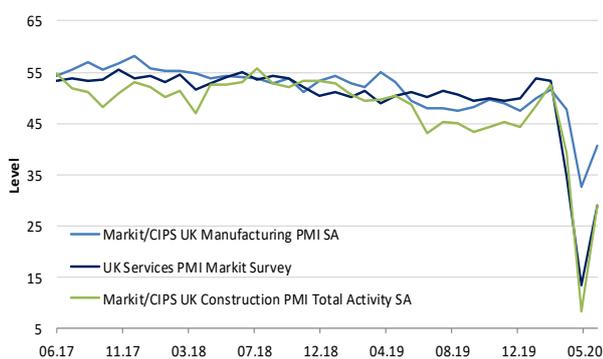
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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%, puis à 0.1%. La BoE n'a désormais plus beaucoup de marge de manœuvre et devrait attendre avant de réduire ses taux directeurs à zéro. Elle pourrait cependant plus rapidement annoncer une augmentation de son programme de rachat de titres pour agir sur l'ensemble de la courbe des taux d'intérêt. La BoE devrait ainsi annoncer un nouveau programme d'achat additionnel de titres obligataires pouvant se monter à 100 milliards de livres sterling, ce qui porterait à 745 milliards son plan de rachat de dettes gouvernementales et de dettes « corporate ».

### Rien à attendre des indicateurs avancés ?

Les indicateurs avancés PMI ont nettement rebondi en mai de leurs points bas enregistrés en avril suggérant certainement que le mois d'avril représentait la plus mauvaise séquence mensuelle pour l'évolution du PIB en 2020. L'indice PMI manufacturier avait atteint un point bas de 32.6 et s'améliorait sensiblement en mai (40.7) à l'image d'ailleurs des autres indicateurs PMI des services (rebond de 13.4 à 29), PMI de la construction (rebond de 8.2 à 29.4) et par conséquent de l'indice PMI composite (13.8 à 30). Le pire de la récession est très probablement passé, mais les niveaux respectifs de ces indicateurs ne suggèrent pas de reprise prochaine.

#### PMI manufacturier, services et construction



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les mesures de soutien exceptionnelles prises par le gouvernement et la banque centrale ne développent pas encore d'effets majeurs sur la confiance des agents économiques. Le déconfinement progressif a commencé, mais il faudra plusieurs mois voire plusieurs trimestres avant que la situation ne se normalise vraiment. La croissance du PIB au 2<sup>ème</sup> trimestre sera encore négative, il ne faudra donc pas

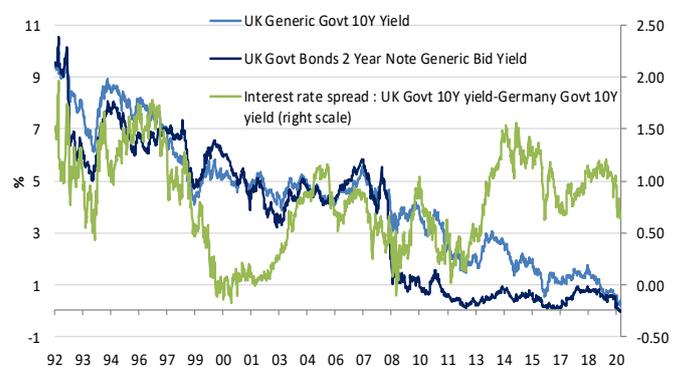
compter sur une reprise avant le courant du 3<sup>ème</sup> trimestre.

### Première émission d'emprunt gouvernemental à taux négatif

L'inflation britannique a chuté à son plus bas niveau depuis quatre ans en mai. L'indice des prix à la consommation pour le mois de mai a enregistré sa plus faible progression (+0.5) sur douze mois. La baisse des prix de l'énergie a été un facteur déterminant. Cet élément qui intervient dans le contexte de forte contraction du PIB donnera certainement un peu plus de liberté d'action à la BoE pour agir. C'est dans ce climat économique que le gouvernement britannique a pu émettre son premier emprunt obligataire à taux négatif en mai. En pleine pandémie le gouvernement a émis pour 3.8 milliards de livres d'obligations à court terme (2023) à un taux de -0.03%. Le Royaume-Uni rejoint ainsi le cercle fermé des pays pouvant émettre de la dette à rendement négatif et cela, malgré le degré d'incertitude élevé sur l'avenir politique et économique du pays. Face à l'ampleur du déficit budgétaire issu des décisions gouvernementales prises pour lutter contre les effets économiques dévastateurs du Covid-19, l'Etat est dans l'obligation de recourir à l'emprunt pour financer la hausse de ses déficits.

Les rendements à dix ans du gouvernement britannique sont restés relativement stables et proches de zéro depuis trois mois, à l'exception d'une courte période de stress en mars qui avait vu s'exprimer une très forte volatilité sur les rendements en livres, qui bondissaient temporairement de 0.2% à 0.8% avant de se stabiliser à nouveau à 0.2% en juin.

#### Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

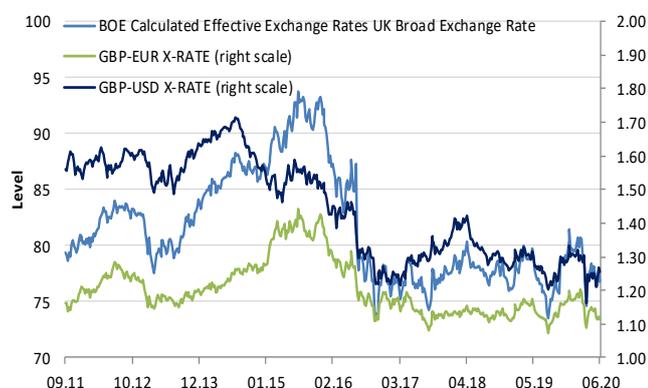
A ces niveaux, le marché des capitaux en livres sterling ne nous semble toujours pas très attrayant. Les risques de détenir des obligations en livres sterling nous

semblent suffisants dans ce contexte pour éviter un positionnement dans 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.

### Stabilisation de la livre sterling

La livre sterling contre dollar US ne semble pas particulièrement pénalisée par la baisse des rendements évoquée plus haut. Au cours des quatre dernières semaines elle s'est même appréciée temporairement de +5% contre le dollar US en restant stable contre l'euro et le franc suisse. L'économie britannique est pourtant durement touchée par la crise actuelle et les perspectives de reprise ne sont pas meilleures que dans les autres pays. La livre sterling n'est donc pas soutenue par un environnement économique favorable et devrait donc logiquement être encore affectée par les risques toujours existant d'un Brexit sans accord.

#### Taux de change effectif et dollar – euro



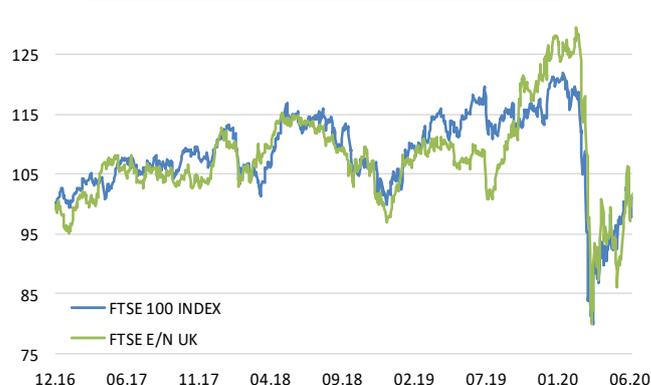
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Nous n'envisageons pas de mouvements importants de reprise rapide du taux de change dans ce contexte et anticipons une stabilisation de la livre au-dessus de 1.10 contre euro et de 1.20 contre le franc suisse.

### Les fondamentaux sont encore en faveur des actions britanniques et de l'immobilier

Depuis notre dernière recommandation de la fin mars de reprendre des positions sur le marché immobilier britannique et de racheter des actions du FTSE100 trop fortement pénalisées par la panique boursière liée au Covid-19, une reprise boursière d'environ +30% est intervenue sur ces deux classes d'actifs. D'un point de vue relatif, ces rebonds boursiers ont été un peu moins intenses que ceux observés dans d'autres régions. Les deux classes d'actifs bénéficient ainsi encore d'une certaine marge de progression. L'indice FTSE100 se traite aujourd'hui à un peu plus de 13x les bénéfices attendus pour 2021 et à 19x les profits de 2020. En Europe, les valorisations des marchés actions sont un peu plus généreuses, ce qui devrait favoriser une performance relative positive des valeurs britanniques. Le rendement du dividende de 4.45% est également très sensiblement supérieur à celui des autres marchés européens se situant plutôt en-dessous de 3%. Dans ce contexte, nous estimons que les actions britanniques peuvent encore bénéficier de l'intérêt des investisseurs pour des valeurs à rendements élevés et aux valorisations plus raisonnables.

#### Immobilier titrisé et actions britanniques



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 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 Sigismond-Thalberg 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611  
F: +41225959612  
reception@bbgi.ch  
www.bbgi.ch