

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



CHOC DE CROISSANCE PROBABLE AU ROYAUME-UNI

Diminution des perspectives de croissance. Hausse possible de l'inflation à +8%. Confiance et consommation en danger. Tensions sur les taux d'intérêt. La BoE prête à monter encore plus haut ses taux. Prime de risque favorable aux actions.

Points clés



- PIB 2021 -0.4% en-dessous de son niveau pré-pandémie
- Un 1er trimestre 2022 potentiellement en hausse de +1%
- Surprenante résilience des indicateurs avancés PMI
- La baisse de la confiance des ménages menace la consommation
- L'inflation pourrait atteindre +8% en 2022
- Retour des tensions sur les rendements en livre sterling
- Déjà trois hausses de taux directeurs pour la BoE
- Vers un nouvel affaiblissement de la livre sterling ?
- Décélération des prix de l'immobilier en 2022
- Primes de risque toujours attractives pour les actions britanniques

Le PIB britannique termine l'année 2021 -0.4% en-dessous de son niveau pré-pandémie

L'économie britannique avait finalement terminé l'année 2021 en enregistrant une croissance de son PIB de +6.5% sur un an grâce à un dernier trimestre encore en hausse de +1%. Ce résultat était un peu inférieur aux attentes et indiquait peut-être déjà que la décélération du rythme de croissance qui s'était matérialisé en fin d'année pourrait se prolonger pendant l'hiver. La consommation privée en hausse de +1.2% sur le trimestre n'a pas été suffisamment solide pour soutenir le PIB qui a pu compter cependant sur le soutien des dépenses publiques (+1.9%) et les exportations en nette progression de +4.9% alors que les importations se contractaient de -1.5%.

Cette progression du PIB au cours du dernier trimestre masque l'affaiblissement conjoncturel qui s'est produit sous l'influence du variant Omicron en fin de période. Le PIB de décembre 2021 enregistrait en effet une contraction de -0.2% qui s'est avérée heureusement pour l'économie britannique, relativement transitoire. Cette dernière a plutôt bien réagi en janvier en enregistrant une nette progression de +0.8%

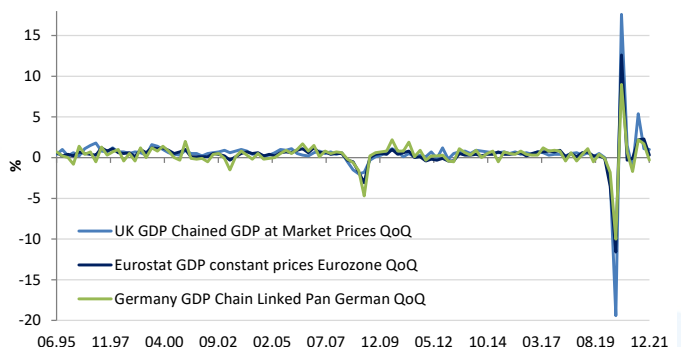
surprenant ainsi les économistes qui n'escomptaient qu'une hausse limitée de +0.1%.

L'économie du Royaume-Uni débutait ainsi favorablement l'année 2022 sous l'impulsion positive du secteur des services et des ventes de détail grâce à une normalisation des conditions sanitaires plus rapide.

Le PIB réel du Royaume-Uni reste encore légèrement en retrait par rapport à son niveau pré-pandémie, mais avec un retard de -0.4%, l'économie britannique réalise tout de même une reprise un peu plus importante que ne l'envisageaient les économistes à la fin de l'année 2021.

La production industrielle a aussi retrouvé un peu de vigueur en janvier (+0.7%) après le tassement de décembre (+0.3%).

Croissance trimestrielle du PIB—Royaume-Uni



Sources: BBGI Group SA

1er trimestre 2022 potentiellement en hausse de +1%

La sortie de l'épisode Omicron permettra sans doute à l'économie d'enregistrer une nouvelle progression au 1er trimestre 2022, malgré des tensions inflationnistes soutenues et les nouvelles incertitudes conséquentes posées par la crise géopolitique qui s'est développée en lien avec l'invasion russe en Ukraine. La dynamique du début de trimestre marquera sans doute le pas en mars, limitant de ce fait les perspectives de croissance pour les trois premiers mois de l'année à +1%.

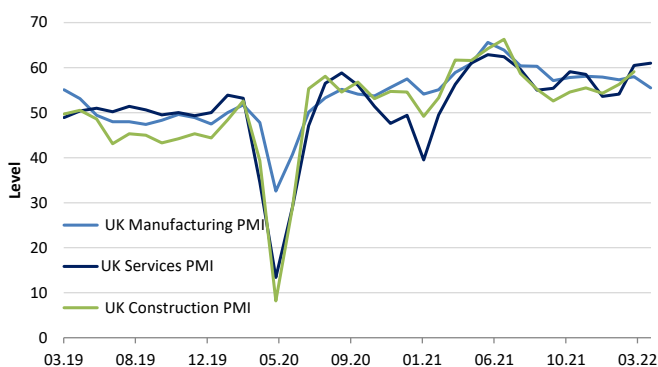
Les perspectives pour le 2ème trimestre sont cependant moins encourageantes. La confiance des consommateurs devrait en effet sensiblement se dégrader dans l'environnement déjà caractérisé par une nette relance de l'inflation en début d'année et qui devrait encore s'intensifier avec les effets très négatifs attendus sur la hausse des prix des matières premières et de l'énergie suite à la crise russe.

Les risques de baisse du pouvoir d'achat des ménages sont élevés au Royaume-Uni, la croissance économique pourrait bien de ce fait s'avérer négative au 2ème trimestre 2022. Les perspectives sont ainsi réduites à -0.2% pour le prochain trimestre et sont également abaissées à +3.5% pour l'ensemble de l'année.

Surprenante résilience des indicateurs avancés

Les indicateurs avancés PMI manufacturiers poursuivent leur déclin en glissant de 58 à 55.5 au mois de mars, en nette baisse depuis le sommet de mai 2021 à 65.6. Ils restent toutefois plutôt solides et annoncent toujours un contexte positif pour le secteur. Le PMI des services s'est au contraire un peu renforcé en mars et s'établit à 61. Le PMI composite (59.7) s'avère plutôt résilient dans le contexte actuel de tension extrême sur le plan géopolitique en Europe.

Indicateurs PMI (Manufacturier, services, construction)



Sources: BGGI Group SA

L'indicateur avancé du climat des affaires ne présente pas une image aussi résiliente et relativise de ce fait la bonne tenue relative des PMI globaux. La chute de 76.1 à 71.4 de l'indice suggère une progression nette de l'incertitude.

Le taux de chômage approche du plus bas historique

Le marché de l'emploi reste particulièrement tendu en ce début d'année 2022. La dynamique reste très forte malgré la crise géopolitique, ce qui constitue certainement un facteur essentiel à prendre en considération pour la politique monétaire de la BoE. Les risques potentiels de reprise de l'inflation par les salaires sont importants et s'ajoutent aux autres facteurs inflationnistes. Le nombre de nouveaux emplois créés en février atteint 275'000, après une hausse de 61'000 en janvier. Globalement, le marché du travail a progressé depuis la période pré-pandémie en créant 662'000 nouveaux emplois, un indicateur clair suggérant une phase de surchauffe au Royaume-Uni. Le nombre de postes vacants a parallèlement atteint plus de 1.3 millions d'unités, confirmant l'analyse d'un marché de l'emploi très tendu.

Le taux de chômage a ainsi encore logiquement baissé pour atteindre 3.9% et s'approche désormais des points bas atteints avant la pandémie de 3.8%.

Dans cet environnement, la croissance des salaires s'est logiquement poursuivie et s'est établie à +3.8% en janvier. Nous estimons qu'elle pourrait à nouveau atteindre +4% dans les prochains mois. Les risques de transmission indirecte de la hausse des salaires sur les indices d'inflation sont à considérer et sont en particulier pris très au sérieux par la banque centrale britannique (BoE).

Si la croissance des salaires semble importante en croissance nominale, en termes réels, les salaires ont en fait subi une contraction d'environ -1%, ce qui représente le plus fort déclin depuis 2014.

La persistance de l'inflation à un niveau élevé affecte déjà significativement le pouvoir d'achat des ménages malgré la hausse des salaires nominaux. La hausse des taxes et des coûts de l'énergie s'inscrit dans un mouvement général de hausse des prix qui pourrait pousser bien plus haut encore les indices de prix.

Un éventuel ralentissement conjoncturel au moment où les entreprises subissent aussi une hausse de leurs coûts de fonctionnement devrait freiner la progression des salaires.

La baisse de la confiance des ménages menace la consommation

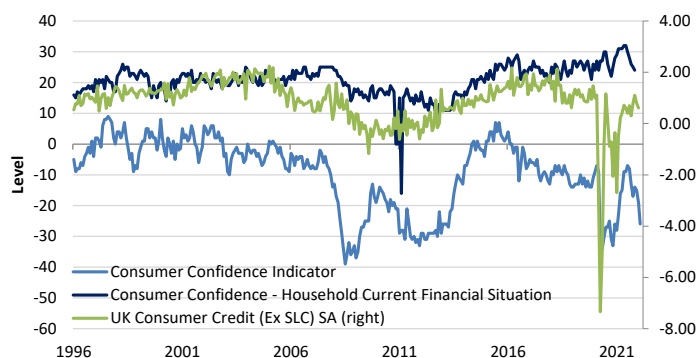
A l'exception des tendances favorables évoquées plus haut dans le marché de l'emploi et sur le front de l'évolution des salaires, le contexte actuel n'est évidemment plus du tout propice à une amélioration de la confiance des ménages. L'indice de confiance chute encore sans réelle surprise en mars à -39 pour le 4ème mois consécutif.

La dégradation du sentiment concerne aussi bien les perspectives économiques à douze mois, que l'état des finances de ménages qui considèrent plus négativement les conditions pour effectuer des dépenses importantes.

La baisse de la confiance est logiquement liée à l'incertitude géopolitique nouvelle et à la contraction de plus en plus marquée du pouvoir d'achat des ménages.

La hausse des prix de l'énergie, des produits importés, les pénuries d'essence et plus généralement la progression de l'inflation à +6.2% en un an ont en effet logiquement commencé à peser sur la confiance de ces derniers. Les prix à la consommation ont progressé de +0.8% sur le seul mois de février avant même de voir les effets à moyen terme de la crise en Ukraine se développer sur les indices de prix.

Confiance des ménages



Sources: BGGI Group SA

L'inflation pourrait atteindre +8% en 2022

Les indices de prix flambent à nouveau au Royaume-Uni. L'indice CPI bondit de +0.8% en février et avance ainsi de +6.2% sur un an, son plus haut niveau depuis 30 ans. L'indice CPI hors énergie et alimentation enregistre une progression plus faible de +5.2%, qui correspond aussi à la plus forte avancée de l'inflation depuis plusieurs décennies. C'est avant tout le prix des produits de consommation qui a contribué le plus à cette hausse avec un bond constaté de +8.3%.

L'inflation semble moins problématique dans le secteur des services dont l'indice ne progresse que de +3.5%.

La tendance est encore plus forte sur les prix à la production qui ont augmenté de +10.1% sur un an en février, ce qui constitue l'une des plus fortes progressions depuis 2011. Les prix importés devraient encore flamber ces prochains mois avec le durcissement des règles d'importations au Royaume-Uni et les effets de la crise ukrainienne.

Les perspectives restent nettement à la hausse pour les diverses mesures d'inflation pour les prochains mois. L'indice CPI pourrait déjà atteindre +6.6% en mars, reflétant le début de la hausse des coûts de l'énergie. Mais elle pourrait même approcher +8.5% lorsque les effets des hausses du gaz et du pétrole des dernières semaines seront visibles dans les indices des prix à la consommation.

Alors que la croissance pourrait entamer une décélération voir une contraction au cours des prochains mois, l'accélération des mesures diverses d'inflation au Royaume-Uni peut commencer à faire craindre des risques de stagflation dans le pays.

Pour l'instant la hausse des salaires accompagne heureusement celle des prix, limitant encore pour un temps un peu la prise de conscience des ménages de leur perte de pouvoir d'achat réel. Mais ceux-ci pourraient rapidement devoir ajuster leur niveau de consommation à cette réalité.

La perspective d'une prochaine baisse de la consommation sur l'évolution du PIB n'est pas encourageante, mais cela ne devrait pas freiner la volonté de la BoE de normaliser sa politique monétaire en remontant graduellement ses taux directeurs.

Retour des tensions sur les rendements en livre sterling

L'apparition du nouveau variant Omicron avait initialement relancé les incertitudes en matière de croissance économique au Royaume-Uni comme dans la plupart des régions, mais dès la mi-décembre on observait déjà un certain déclin de ces inquiétudes qui faisaient place à un optimisme retrouvé pour une reprise conjoncturelle probable dès le 1er trimestre 2022.

Les rendements des Gilts à dix ans, qui avaient glissé à 0.6%/an, se sont alors à nouveau logiquement tendus pour atteindre 1.6% en seulement huit semaines.

L'invasion de l'Ukraine par la Russie n'a eu qu'un impact limité pendant quinze jours sur les marchés de capitaux, qui profitaient temporairement de leur caractéristique de valeur refuge tandis que les marchés actions subissaient des dégagements importants.

La chute de 50 points de base des rendements consécutive à cette activité de réallocation des risques entre classes d'actifs s'est avérée sans surprise tout à fait temporaire.

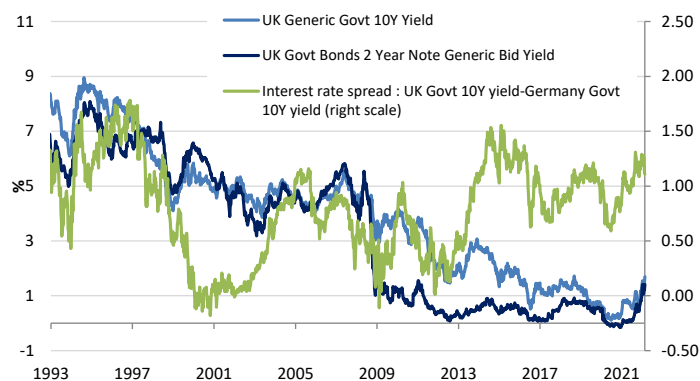
La hausse des diverses mesures d'inflation s'est alors rapidement renforcée dans le contexte géopolitique inédit de février. L'apparition soudaine de nouvelles incertitudes et de risques d'interruption d'approvisionnement de matières premières et d'énergie a provoqué des tensions brutales sur les cours qui ont été pris en considération dans les marchés obligataires. Désormais plus concernés par l'inflation que par les risques de ralentissement conjoncturel, les marchés obligataires en livre sterling ont enregistré des pertes significatives en lien avec le réajustement des taux de marché.

Nous estimons que cette tendance devrait se poursuivre dans le contexte attendu de tensions inflationnistes croissantes.

La progression des rendements nominaux des obligations en livre sterling place toutefois désormais le marché obligataire britannique dans le groupe des marchés de capitaux offrant des rendements relatifs attrayants en comparaison aux marchés européens, japonais et suisses.

Les obligations en livre sterling nous semblent maintenant constituer une source de diversification pour des portefeuilles obligataires à l'approche des rendements de 1.75% à 2% que nous considérons atteignables et attrayants dans l'environnement présent.

Taux gouvernementaux (2ans—10 ans)



Sources: BBGI Group SA

Déjà trois hausses de taux directeurs pour la BoE

La banque centrale du Royaume-Uni avait surpris les observateurs en remontant plus tôt que prévu son taux directeur de 0.1% à 0.25% lors de sa dernière réunion de décembre 2021. Depuis, elle poursuit sans faillir sa stratégie de normalisation de politique monétaire en remontant à deux reprises ses taux de 0.25% en février et mars 2022.

Le taux directeur de la BoE est désormais de 0.75%. Il a maintenant retrouvé son niveau qui prévalait juste avant l'éclatement de la crise sanitaire en février 2020.

La BoE ne devrait pas changer de cap aux vues des pressions inflationnistes actuelles et aux vues des risques élevés d'accroissement des tensions sur les prix. La perspective d'un accroissement de l'inflation à +8% soutient sa politique, bien que les risques de ralentissement de la croissance apparaissent aussi de plus en plus importants. Il est ainsi probable que la BoE

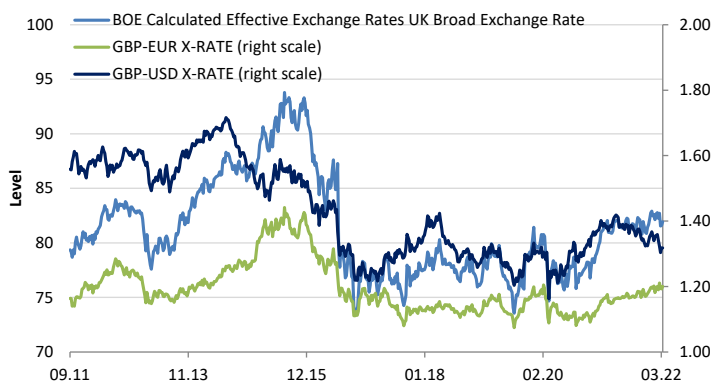
n'applique sa politique qu'avec une prudence extrême justifiée par la prise en compte plus importante des risques de ralentissement lié à la crise en Ukraine.

La banque centrale a par ailleurs récemment considéré que la progression des monnaies digitales posait un risque à la stabilité financière qui impliquait la nécessité de devoir développer une réglementation appropriée pour contrôler le développement d'un marché de 1.7 trillions de dollars. Les activités concernant des monnaies digitales ayant des fonctions similaires à celles existant dans le secteur financier seraient ainsi les premières à être concernées par de nouvelles réglementations contraignantes.

Vers un nouvel affaiblissement de la livre sterling ?

La livre sterling poursuit en mars son processus d'effritement relativement régulier contre le dollar US en testant un nouveau point bas à 1.30 USD pour 1 GBP. La devise britannique s'est ainsi affaiblie de près de -9% depuis son précédent top de mai 2021 à 1.42 USD. Constat radicalement opposé contre la devise européenne qui elle s'est affaiblie nettement en 2021 en perdant environ -6%. Les trois premiers mois de l'année ont été plus stables, le taux de change trouvait son équilibre autour de 0.83 euros pour une livre sterling.

Taux de change effectifs de la Livre



Sources: BBGI Group SA

L'enclenchement de la normalisation de la politique monétaire de la BoE relance la tendance haussière des rendements en livre et la hausse des taux nominaux sur l'ensemble de la courbe de taux renforce le différentiel en faveur de la devise britannique vis-à-vis de l'euro, du franc ou du yen. La livre devrait souffrir du changement de rythme moins rapide dans la normalisation de la politique de la BoE.

Décélération des prix de l'immobilier en 2022

Le boom immobilier se poursuit en mars au Royaume-Uni avec une hausse de +1.7% des prix sur un mois et de +10.4% sur un an. La normalisation de politique monétaire de la BoE et la relance de la

tendance haussière sur les taux d'intérêt n'ont pas encore d'effet dépressifs sur les prix et les conditions de financement restent suffisamment attrayantes pour soutenir une demande toujours solide.

Les approbations de financement hypothécaire progressent de 72'000 à 74'000 en janvier pour un niveau de financement net de 5.9 milliards.

Nous estimons que dans un premier temps, la remontée des taux restera très insuffisante pour affecter significativement ces conditions de financement. La croissance des prix s'est toutefois avérée nettement supérieure à celle des salaires, abaissant la capacité des ménages à acquérir de l'immobilier, ce qui devrait réduire le niveau de la demande et le rythme de croissance des prix.

Primes de risque toujours attrayantes pour les actions britanniques

Le premier trimestre 2022 aura assez nettement profité aux actions britanniques alors que nous relevions en début d'année le niveau particulièrement attrayant de sa prime de risque. L'indice FTSE 100 bénéficiait en effet d'une valorisation inférieure de 20% à celle des grands indices américains et européens en raison notamment de sa composition particulière. La progression actuelle de l'indice est à peine positive (+1.3%) à ce jour mais elle permet au marché britannique de largement surperformer ces pairs européens (-10%) et américains (-5.3%) en nets déclin.

Les valeurs britanniques (PE 11.5x) se traitent toujours avec un discount de 12% par rapport aux actions européennes (PE 13x) et de 42% par rapport aux actions américaines (PE 20x). Cet écart de valorisation devrait encore lui être favorable, en particulier si les valeurs des secteurs énergie et matériaux de base profitent encore un peu plus de la hausse des matières premières au cours de prochains mois. L'exposition à ces deux secteurs représente environ 22% contre 15% pour le SX5E européen et 5% pour l'indice S&P500.

Actions britanniques et immobilier titrisé



Sources: 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 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
Place de Longemalle 1
1204 Genève - Suisse
T: +41225959611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch