

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



DISCOUNT IMPORTANT POUR LES ACTIONS BRITANNIQUES

Récession probable au 1er semestre 2023 au Royaume-Uni. Baisse des tensions sur les marchés de capitaux. Nouveau régime pour la BoE. Sortie de crise pour la livre sterling. Correction attendue de l'immobilier. Conditions positives pour les actions.

Points clés



- L'économie britannique résiste aux pressions inflationnistes et à la hausse des taux
- Un PIB négatif pour terminer l'année 2022
- Indicateurs avancés toujours peu encourageants
- Marché de l'emploi encore peu affecté
- La confiance des ménages reste en berne
- Pas encore de signes tangibles de baisse des prix
- Changement de régime pour les taux directeurs
- Baisse des tensions sur le marché obligataire
- Sortie de crise pour la livre sterling
- Baisse notable des prix de l'immobilier
- Conditions encore positives pour les actions britanniques

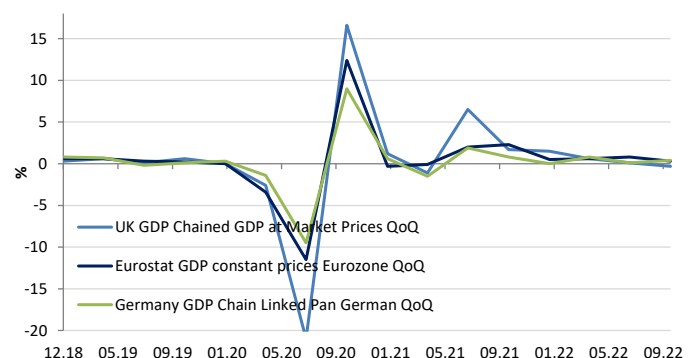
L'économie britannique résiste aux pressions inflationnistes et à la hausse des taux

Le PIB britannique a finalement glissé de -0.2% au 3ème trimestre ce qui constitue une nouvelle surprise en regard des anticipations plus négatives d'une contraction de -0.7% attendue par les économistes. La révision du 2ème trimestre avait déjà été l'occasion d'une surprise positive qui montrait un PIB tout juste positif alors que les prévisionnistes prévoyaient déjà une contraction de l'économie. Sur douze mois, le PIB a avancé de +2.4%, sensiblement moins que la mesure prise au trimestre précédent. La consommation privée a reculé de -0.5%, tandis que les dépenses publiques soutenaient la croissance avec une hausse de +1.3%. La formation de capital en sensible hausse de +2.5% apportait aussi une contribution positive. Du côté du commerce extérieur, la hausse de +8% sur le trimestre des exportations est particulièrement significative alors que les importations chutaient de -3.2% sur la période.

Ce résultat plutôt positif ne devrait pas masquer cependant la détérioration des conditions économiques qui sont à l'œuvre depuis plusieurs mois. L'évolution de l'inflation et des taux d'intérêt affecte progressivement les conditions monétaires et

la santé des ménages. Les perspectives pour l'économie britannique nous semblent plus sombres que ne le montrent pour l'instant les statistiques du PIB. Au cours du trimestre on note une dégradation plus visible en septembre, notamment dans les services qui ont été les principaux contributeurs au déclin du mois. Les services en lien avec la consommation des ménages ont ainsi chuté de -1.7% clairement en raison des hausses de prix constatées. Les secteurs de la construction et industriels ont mieux réagi en enregistrant des petites progressions de +0.4% et +0.2%, compensant en partie le déclin des services. Globalement la consommation privée a marqué le pas avec une contraction de -0.5%, alors que les dépenses d'investissement ont encore pu avancer de +2.5% grâce aux dépenses publiques. Finalement la bonne tenue des exportations a permis au commerce extérieur d'ajouter 3% à la croissance du PIB.

Croissance trimestrielle du PIB—Royaume-Uni



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

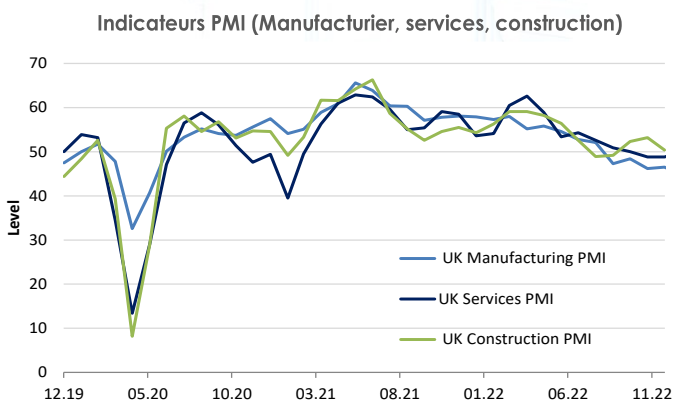
Un PIB négatif pour terminer l'année 2022

Le dernier trimestre devrait très certainement marquer le tournant pour la tendance économique au Royaume-Uni. La persistance d'une inflation élevée continue de diminuer le revenu réel disponible des ménages alors que les taux d'intérêt devraient aussi commencer à mordre sur la capacité des ménages à maintenir leur niveau de consommation. Une contraction de -0.3% au T4 devrait se poursuivre en début d'année et certainement au cours du 1er semestre. Les probabilités de récession sont désormais de 90% avant une reprise en deuxième partie d'année 2023.

Une hausse mensuelle du PIB de +0.5% en octobre ne devrait pas être surestimée alors qu'elle constitue une reprise suite au déclin de septembre et du décès de la Reine Elisabeth II. En rythme trimestriel, le PIB a en effet baissé de -0.3%. Nous estimons que l'économie britannique devrait prochainement souffrir d'un déclin beaucoup plus net des dépenses des ménages. Les grèves annoncées dans différents secteurs contribueront aussi à une diminution de l'activité au 4ème trimestre. La récession attendue devrait cependant s'avérer modérée en début 2023.

Indicateurs avancés toujours peu encourageants

Le déclin des indicateurs avancés s'est poursuivi au cours des derniers mois très sensiblement dans le secteur manufacturier. Le PMI manufacturier a en effet encore décliné en décembre 2022 de 46.5 à 44.7 marquant son plus bas niveau depuis mai 2020. Le PMI du secteur manufacturier est désormais en déclin depuis près de 20 mois. Le déclin du PMI des services était plus récent et moins prononcé, mais il se stabilise depuis trois mois à un niveau proche du neutre de 50 après avoir glissé à 48.8. Le PMI du secteur de la construction plonge à nouveau en novembre de 53.2 à 50.4 mais semble toujours en zone de croissance. Le PMI composite remonte légèrement à 49.0 sans grande conviction. Sans être positifs, les indicateurs avancés PMI se situent proches de 50, ce qui suggère une résilience surprenante et moins pessimiste permettant d'envisager un ralentissement relativement modéré au 4ème trimestre.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Marché de l'emploi encore peu affecté

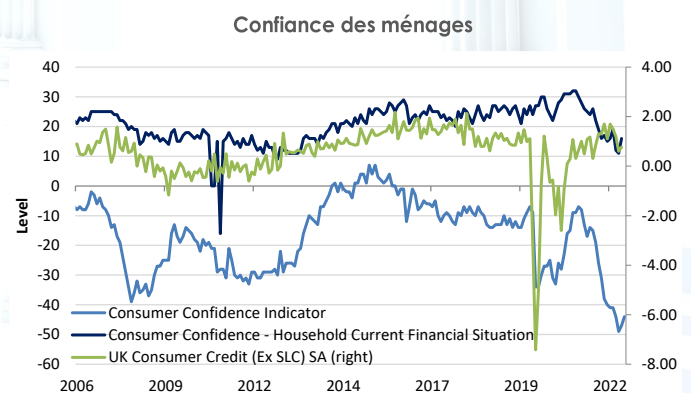
Quelques signes apparaissent de baisse des tensions dans le marché du travail sans pour autant clairement annoncer un changement très net de cap. La croissance de l'emploi sur trois mois à la fin du mois de novembre poursuit son déclin mais elle est à nouveau positive après deux périodes de contraction. Avec une croissance de 27'000 emplois, la période s'avère pourtant faible en comparaison et se trouve largement soutenue par une reprise constatée en octobre de 78'702 emplois. Cette dynamique semble encore souligner la résilience du marché du travail face aux difficultés pourtant croissantes auxquelles fait face l'économie britannique. L'augmentation de 3'300 à 30'500 demandes d'indemnités chômage a contribué à la hausse très légère du taux de chômage de 3.6 à 3.7% qui reste proche du point bas atteint avant la pandémie de 3.8%. Le marché du travail résiste à la dégradation des conditions économiques et aux effets néfastes de la crise énergétique et de l'inflation sur la santé des entreprises. Les risques potentiels de reprise de l'inflation par les salaires sont encore importants et s'ajoutent aux autres facteurs inflationnistes. Dans cet environnement, la croissance des

salaires en moyenne trimestrielle a pu se maintenir au-dessus de 6% sur un an à la fin octobre.

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 -4.7% en raison d'une inflation toujours élevée de +10.7% (novembre), 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 devrait toutefois commencer à se stabiliser. 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 confiance des ménages reste en berne

L'indicateur de confiance des ménages (GfK) se reprend légèrement depuis son plus bas niveau de septembre lorsque le plan de la 1ère ministre Lizz Truss avait provoqué une crise financière et une crise de confiance majeure au Royaume-Uni. Il reste cependant particulièrement morose et tout à fait symptomatique de l'incertitude ambiante qui règne au Royaume-Uni et qui pèse sur le moral des ménages. Le déclin évoqué plus haut des créations d'emploi mais plus clairement encore la baisse du pouvoir d'achat des ménages, constituent les principales sources de déclin de la confiance des consommateurs. Cette légère amélioration du sentiment concerne aussi bien les perspectives économiques à douze mois, que l'état des finances de ménages. Les prix de l'énergie sont toujours une préoccupation majeure des ménages dont le degré de confiance est maintenant en dessous de celui observé au cours des précédentes récessions de 1991 et 2008. La contraction du pouvoir d'achat des ménages fortement impactés par une inflation encore en hausse de +0.4% sur un mois en novembre et de +10.7% sur un an affectera encore l'évolution prochaine de la confiance et de la consommation.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Pas encore de signes tangibles de fléchissement des prix

Les dernières statistiques suggèrent à peine une stabilisation des prix sur un rythme de croissance inférieur ne permettant pas encore de déterminer si la baisse de l'indice CPI yoy de 11.3% en octobre à +10.7% en novembre constitue un signe tangible de prochain fléchissement des prix.

Parallèlement, le CPI ex alimentation et énergie a aussi montré un premier reflux sur un an et passe de +6.5% à +6.3%. Ces mesures restent très élevées et se situent logiquement toujours au plus haut des 30 dernières années.

La hausse des prix du détail ne ralentit toujours pas en novembre et s'affiche encore en progression de +2.5%, portant sa hausse sur l'année 2022 à +14.2%. Du côté des prix à la production le bureau de statistiques a dû annoncer des erreurs de calcul importantes sous-estimant nettement les prix à la production. Pour la fin octobre par exemple, les prix à la production ont ainsi progressé de +17.2% sur un an au lieu de +14.8% comme annoncé récemment.

La résolution de la crise politique au Royaume-Uni a permis à la livre sterling de récupérer ces dernières semaines le terrain perdu contre le dollar pendant l'été. Le rebond de plus de +13% devrait ainsi permettre d'écarter d'autres effets négatifs en matière d'inflation provoqués par une hausse des coûts des importations en livres. Du côté des matières premières, les baisses observées depuis plusieurs mois et en particulier les déclin des prix du pétrole et du gaz devraient apporter un peu de répit à l'évolution des indices de prix. Les statistiques publiées récemment montrent tout de même une nette perte de momentum des divers indices de prix qui devrait encore être confirmée pour apaiser les inquiétudes des consommateurs et des entreprises. Le ralentissement conjoncturel britannique attendu devrait constituer un environnement positif pour une stabilisation et une diminution de l'inflation. Les perspectives de la BoE ont de fait été réduites à +10.75% pour 2022.

Changement de régime pour les taux directeurs

La banque centrale du Royaume-Uni aura remonté ses taux directeurs à huit reprises en 2022 pour les faire passer de 0.25% en début d'année à 3.5% le 15 décembre. En comptant la première phase de hausse en décembre 2021 de 0.15% la BoE aura en fait procédé à neuf hausses en douze mois. Sa dernière décision de 0.5% peut pourtant suggérer un début d'inflexion dans l'amplitude de ses décisions suite à la précédente hausse de 0.75% décidée en novembre. Elle est peut-être déjà en train de s'interroger sur les risques potentiels d'un resserrement monétaire trop important alors que des signes apparaissent suggérant une probable entrée en récession de l'économie britannique en début 2023. Il est clair que la principale préoccupation de la BoE est l'évolution des salaires et ses effets induits sur une poursuite de la dynamique de l'inflation. Les deux variables étant liées elle s'inquiète à juste titre de l'impact d'une inflation persistante et des attentes futures sur les revendications salariales. La hausse des salaires dans le secteur privé a déjà atteint +6.9% en raison de l'évolution de l'inflation et pas forcément en raison d'un taux de chômage relativement bas en 2022, car en 2019 lorsque le marché du travail était au top de ses tensions, la hausse des salaires avait été limitée à +3.6% parce que les attentes en matières d'inflation étaient faibles. Nous estimons que les prévisions d'inflation vont progressivement diminuer et affaiblir les revendications salariales qui marqueront certainement un sommet au 4ème trimestre 2022.

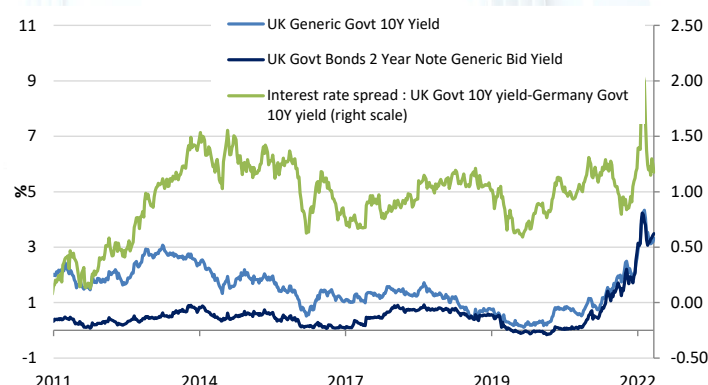
Le comité de politique monétaire considérera certainement en février 2023 que la situation économique plus fragile et un fléchissement plus net des données d'inflation lui permettront de ralentir un peu plus encore son action en ne procédant qu'à une hausse limitée à 0.25% de ses taux directeurs. Notre scénario central prévoit ensuite deux nouvelles hausses de

0.25% pour un sommet des taux directeurs de 4.25% atteint en mai 2023. Le gouverneur Andrew Bailey a laissé entendre que les derniers chiffres d'inflation l'encourageait à estimer qu'elle était en train de fléchir et même de baisser un peu plus que l'escomptait la BoE.

Baisse des tensions sur le marché obligataire

L'annonce du « mini-budget » le 23 septembre avait mis le feu aux poudres et embrasé rapidement les marchés des changes comme celui des capitaux. Les marchés financiers s'étaient inquiétés des effets d'un tel revirement de politique fiscale et budgétaire sur les taux d'intérêt britanniques, la devise, sur l'équilibre budgétaire et sur les besoins de financement de l'État. Les taux à dix ans du Trésor britannique avaient pris l'ascenseur en bondissant de 3.3% le 22 septembre à 4.5% le 27, marquant le sommet d'une panique heureusement résorbée par la démission des initiateurs de ce « mini budget » désastreux et la mise en place de nouvelles mesures plus raisonnables supportée par une activité adaptée à la situation de la banque centrale. Le calme est désormais revenu assez largement comme en témoigne l'évolution des rendements obligataires en octobre et novembre en baisse de 150 points de base. La reprise récente de 3% à 3.5% des taux à dix ans du Trésor britannique s'est produite dans un contexte de remontée de 0.5% des taux directeurs. La courbe des taux en livres sterling est ainsi pratiquement plate de 3 mois à 10 ans. C'est encore sensiblement en dessous de l'inflation attendue pour 2023 par la BoE (+5.25%) alors que l'objectif de taux directeurs nous semble fixé à 4.25% pour mai 2023. Par comparaison avec la politique menée par la Fed, dont le maximum des taux directeurs semble plutôt proche de 5% pour une inflation attendue à seulement 3.5% en 2023, la situation britannique nous semble plus risquée. Les rendements obligataires sont encore susceptibles de se tendre au cours des prochains mois avec l'évolution attendue de la politique monétaire.

Taux gouvernementaux (2ans—10 ans)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Sortie de crise pour la livre sterling

La livre sterling pouvait peut-être commencer à espérer profiter de taux directeurs plus élevés et de différentiels de rendements favorables, notamment contre le franc et l'euro. Le choc du 23 septembre avait totalement rebattu les cartes en provoquant une volatilité extrême sur la devise et une chute en deux jours de -5.4% contre l'euro, de -8% contre le dollars et de -7% contre le franc suisse. La réaction politique extrêmement rapide et l'action décisive de la BoE ont permis un retour à la normale rapide qui a vite mis un terme à la panique.

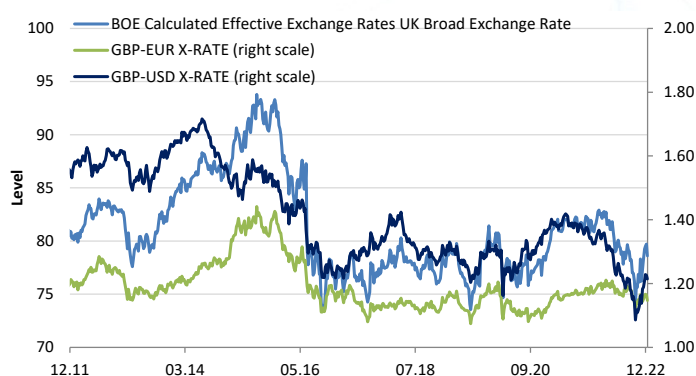
La sortie de cette crise politique et financière particulièrement rapide a immédiatement coupé court à la défiance qui s'était mise en place à l'égard de la devise britannique. Les interventions rapides ont ainsi déjà permis à la livre sterling de se stabiliser et de retrouver ses niveaux de taux de change précédents vis-à-vis de la plupart des devises importantes comme le dollar, l'euro, le franc ou le yen. Le retour de la confiance peut maintenant laisser la place à une analyse plus sereine des conditions influençant les cours dans les marchés des changes. Un différentiel de rendements croissant et significatif peut maintenant soutenir l'intérêt des investisseurs pour la livre. Nous estimons qu'une appréciation de la devise britannique devrait encore être dépendante de l'évolution de l'inflation. Nous attendons une inflexion plus nette de l'inflation britannique pour considérer que le différentiel de rendement sera alors un facteur plus porteur pour soutenir une appréciation de la devise, notamment contre le franc et l'euro.

La situation des ménages déjà difficile en raison de la hausse de l'inflation sera encore exacerbée par la hausse du coût de financement hypothécaire sur leurs budgets. Le marché immobilier britannique devrait subir plus fortement en 2023 les effets de la diminution des capacités des ménages à investir, voir même à maintenir leurs investissements immobiliers. Dans le contexte attendu de ralentissement conjoncturel pour 2023, une baisse de l'ordre de -10% des prix de l'immobilier, moins sévère que celle induite après la crise financière de 2008 qui avait vu le prix chuter de -16%, nous semble probable au cours des prochains trimestres.

Conditions encore positives pour les actions britanniques

En cette fin d'année 2022, les actions britanniques profitent d'un avantage compétitif important soutenu par une valorisation des titres du FTSE 100 particulièrement avantageuse. En effet, avec une valorisation de 10x les profits de 2023, l'indice phare de la bourse britannique bénéficie d'un discount de -15% par rapport aux valeurs européennes de l'Euro Stoxx 50 (PE 11.5x). Mais c'est surtout en regard de celles observables aux États-Unis de 16.5x les profits que l'écart semble le plus attrayant. Cet écart de valorisation devrait lui être favorable, en particulier si les valeurs des secteurs énergie et matériaux de base bien représentées au Royaume-Uni profitaient encore un peu plus de l'évolution des matières premières au cours de prochains trimestres. Les actions britanniques ne devraient pas être pénalisées par la hausse des taux directeurs dont on peut déjà estimer l'issue prochaine à un horizon de quelques mois. La hausse des coûts de financement reste cependant dommageable pour les résultats des entreprises cotée du Royaume-Uni, mais au niveau actuel de valorisation, les risques induits nous semblent intégrés.

Taux de change effectifs de la Livre



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Baisse notable des prix de l'immobilier

Les prix de l'immobilier semblent plus nettement en baisse depuis quelques mois. La chute de -2.1% des prix en décembre fait écho à une baisse de -1.1% en novembre. Le boom immobilier montre donc enfin des signes de faiblesse. Sur un an, la hausse des prix s'est nettement affaïssée de plus de +10% en mars 2022 à +5.6% en décembre. Au cours des derniers mois, la progression des valeurs immobilières a été divisée en deux. La chute des approbations de financement hypothécaire a atteint -20%, reflétant très clairement la difficulté des ménages à faire face aux nouvelles conditions de financement. Cet indicateur annonce une chute plus importante des prix de l'immobilier au cours des prochains mois. Les données de la BoE suggèrent que le coût de financement est passé de 4.2% en septembre à 6% en octobre.

Actions britanniques et immobilier titrisé



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 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: +41 22 59 59 611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch