ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO

UN « MINI-BUDGET » QUI SEME LE CHAOS AU ROYAUME-UNI

Nouveau gouvernement déjà décrédibilisé. Hausse massive des taux. Risques de faillite des caisses de pension UK. Chute de la livre. Virage à 180 degrés de politique monétaire. Stabilité des prix de l'immobilier. Choc limité pour les actions.

Points clés

- Le nouveau gouvernement britannique annonce un « mini-budget » qui provoque le chaos
- L'économie britannique encore en sursit au T3 ?
- Indicateurs avancés encore indécis
- Légère baisse de tension dans le marché de l'emploi
- Chute historique de la confiance des ménages
- L'évolution des prix pourrait se poursuivre jusqu'à +13%
- La BoE intervient massivement dans l'urgence avec un plan de soutient de 65 milliards de livres sterling
- Le marché obligataire britannique s'embrase
- Le « mini-budget » achève la livre sterling
- Premiers signes de tassement des prix de l'immobilier
- Choc limité pour les actions britanniques

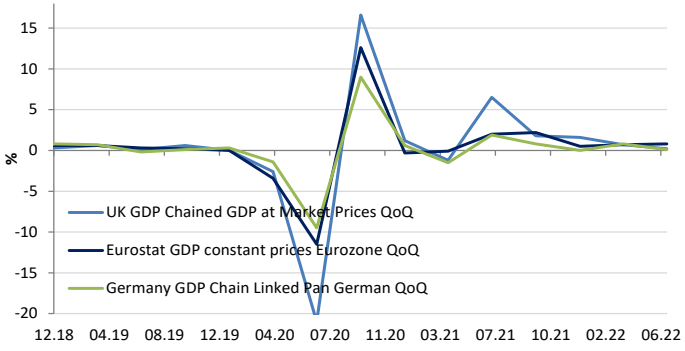
Le nouveau gouvernement britannique annonce un « mini-budget » qui provoque le chaos

Le nouveau gouvernement britannique a créé la surprise en annonçant un mini-budget fondé sur un certain nombre de mesures qui ont largement inquiété les marchés financiers et poussé la livre sterling à la baisse. La stratégie présentée se fonde massivement sur une baisse des impôts, sur de nouvelles dérégulations, un gel de la facture énergétique et des durcissements de minima sociaux dans le but de relancer la croissance au point mort du pays et de contrôler l'inflation galopante. Le gouvernement de la nouvelle première ministre Liz Truss a ainsi proposé une baisse des impôts historique qui fait logiquement craindre un dérapage incontrôlable des finances publiques britanniques. Les économistes ont en effet estimé à plusieurs centaines de milliards de livres le coût de ce paquet fiscal faisant logiquement bondir les rendements du Trésor britannique dans la foulée. Alors que l'inflation dépasse +10%, le gel de la facture énergétique à 2'500 livres pour un ménage moyen pourrait sembler une bonne mesure sur le plan social, c'est en tout cas comme cela que l'a présenté le nouveau ministre des Finances arguant que le nouveau gouvernement était proche de la population en ces temps difficiles. Cette mesure coûterait à elle seule 60 milliards sur six mois. Du côté des baisses d'impôts, ce sont essentiellement des abaissements de contributions sociales, des taxes sur les transactions immobilières et du taux maximal sur le revenu qui sont supposées relancer la dynamique économique. Les experts estiment qu'il s'agit des plus grosses baisses d'impôts depuis 50 ans sans même faire de proposition de rééquilibrage des comptes publics. On notera aussi la levée de l'interdiction de la fracturation hydraulique et l'abandon de la hausse initialement prévue des impôts sur les sociétés comme autres mesures importantes du paquet fiscal annoncé. Après plusieurs jours de panique et de chaos, le gouvernement revient en partie sur certains éléments de son paquet fiscal dans le but d'apaiser les tensions et réduire les incertitudes qui avaient fait brutalement plonger la livre et bondir les taux d'intérêt en supprimant notamment la baisse de 45% à 40% du seuil maximal d'impôt pour les hauts revenus. L'essentiel du projet est cependant maintenu et les conséquences globales sur les finances publiques restent inquiétantes.

L'économie britannique encore en sursit au 3ème trimestre ?

La dernière révision des chiffres de croissance de l'économie britannique montrent finalement que le PIB a progressé de +0.2% au lieu de la contraction de –0.1% initialement annoncée. Sur douze mois, l'écart de mesure est plus important puisque le PIB aurait ainsi cru de +4.4% contre +2.9% selon les premières estimations.

Croissance trimestrielle du PIB—Royaume-Uni



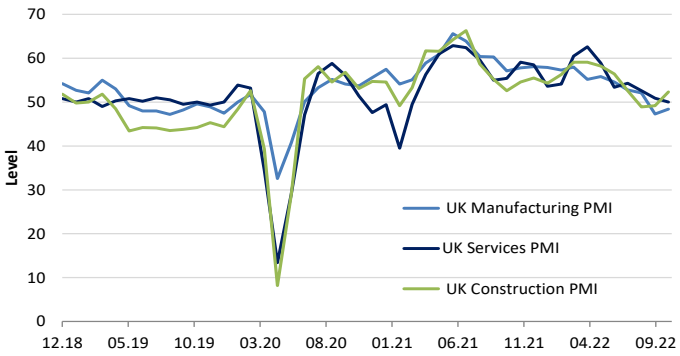
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

A peine en place, le nouveau gouvernement fait déjà face à une crise de crédibilité sévère aux effets potentiellement déjà très dommageables sur les perspectives à court terme. Les mesures annoncées et le revirement de position sur les taux d'imposition ont en effet déjà nettement affecté la confiance des britanniques. Les risques de ralentissement conjoncturel ont ainsi logiquement progressé dans un environnement déjà marqué par un déclin de la production industrielle et une baisse des ventes de détail. Mais le 3ème trimestre pourrait bien encore surprendre par une nouvelle résilience en évitant à nouveau une récession et en enregistrant une hausse de +0.1% du PIB. Le T4 devrait pourtant s'avérer en baisse de –0.4%.

Indicateurs avancés encore indécis

Le déclin des indicateurs avancés s'est poursuivi pendant l'été mais on observe tout de même une résistance étonnante dans le contexte pourtant particulièrement troublé sur le plan social. Le PMI du secteur manufacturier est déclin depuis mai 2021, mais il enregistre un léger rebond en septembre et se stabilise à 48.5, toujours en zone de contraction. Le déclin du PMI des services était plus récent et moins prononcé, mais il retrouve le niveau neutre de 50 après avois glissé à 49.2. Le PMI du secteur de la construction enregistre le plus net rebond en septembre en remontant de 49.2 à 52.3. Le PMI composite remonte légèrement à 49.1 sans grande conviction. Sans être positifs, les indicateurs avancés PMI se situent proches de 50, ce qui suggère une résilience surprenante moins pessimistes que les prévisions de croissance négatives qui ont cours avant la prochaine publication du PIB officiel pour le 3ème trimestre.

Indicateurs PMI (Manufacturier, services, construction)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

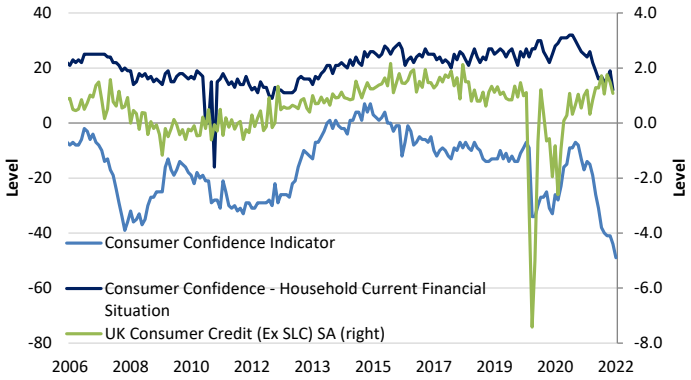
Légère baisse de tension dans le marché de l'emploi

Quelques signes apparaissent de baisse des tensions dans le marché du travail dans pour autant clairement annoncer un changement net de cap. La croissance de l'emploi sur trois mois à la fin du mois de juillet indiquait une nette diminution des création d'emploi (40k) par rapport à juin (160k) et mai (294k). Cette tendance est confirmée en août par la première hausse mensuelle de 6'000 demandeurs additionnels de prestation de chômage. Il s'agit de la première progression nette depuis le mois de février 2021. Cette dynamique est toutefois insuffisante pour empêcher une nouvelle baisse du chômage en juillet à 3.6%. Le taux de chômage se situe maintenant sensiblement en dessous du point bas atteints avant la pandémie de 3.8%. Le marché du travail reste très fort malgré la dégradation des conditions économiques et les 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 s'est logiquement poursuivie et s'est établie à +5.5% en juillet en comparaison sur trois 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 subit une contraction d'environ –4.5%, 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 ou les entreprises subissent aussi une hausse de leurs coûts de fonctionnement devrait freiner la progression des salaires.

Chute historique de la confiance des ménages

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 en septembre et se situe au plus bas. 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. L'incertitude géopolitique persiste et les prix de l'énergie s'avèrent être une préoccupation durable des ménages. La contraction du pouvoir d'achat des ménages fortement impacté par une inflation encore en hausse de +0.5% sur un mois en août et de +9.9% sur un an ne peut être sans effet sur l'évolution prochaine de la confiance et de la consommation. Les ménages britanniques ont eu recours à leur épargne mais aussi au crédit à court terme pour maintenir leur consommation. Alors qu'en période de pandémie, la croissance sur un an du crédit privé à 12 mois s'enfonçait en territoire négatif jusqu'à environ –10%, depuis quelques mois la reprise de l'endettement des ménages est nette. La croissance du crédit s'affiche à +7% en août, son plus haut niveau depuis mars 2019. Malgré cela, les ventes de détail ont une nouvelle fois glissé de –1.6%. Cette chute confirme nos attentes de déclin probable de la consommation dans les prochains mois.

Confiance des ménages



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'évolution des prix pourrait se poursuivre et atteindre +13%

Les indices de prix flambent toujours en août au Royaume-Uni avec une progression de 0.6% sur le mois et une hausse de +9.9% du CPI sur douze mois, leur plus haut niveau depuis 30 ans. L'indice CPI hors énergie et alimentation enregistre une

progression plus faible mais s'affiche tout de même à +6.3% en hausse de +0.1% par rapport à juillet, ce qui correspond aussi à la plus forte avancée de l'inflation depuis plusieurs décennies. La hausse des prix du détail ne ralentit pas en août et s'affiche encore en progression de +0.6%, portant sa hausse sur un an à +12.3%. Les prix à la production semblent enfin en décalage avec les indices de prix à la consommation ce mois en enregistrant leur première baisse mensuelle depuis septembre 2020. L'indice PPI output baisse de –0.1% après une hausse de +1.6% le mois précédent, mais reste encore en hausse de +16.1% sur un an. L'indice PPI inputs manufacturier renverse plus nettement sa tendance en baissant de –1.2% en août, mais reste en hausse dramatique de +20.5% sur douze mois. La chute actuelle de la livre sterling, si elle se poursuit, aura encore un effet inflationniste sur les prix importés, contribuant aussi au maintient de perspectives encore haussières pour les diverses mesures d'inflation pour les prochains mois. Du côté des matières premières, les baisses observées depuis plusieurs mois et en particulier les déclins 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. Néanmoins, les perspectives de la BoE restent très pessimistes avec une prévision de l'inflation à +13% en fin d'année 2022.

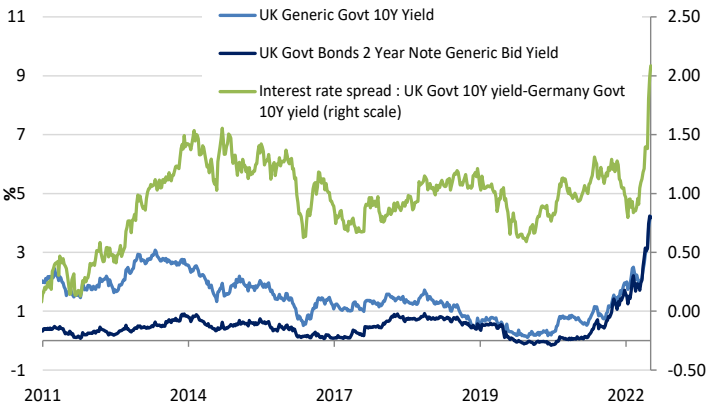
La BoE intervient massivement dans l'urgence avec un plan de soutient de 65 milliards de livres sterling

La banque centrale du Royaume-Uni a eu fort à faire pour gérer la panique provoquée par l'annonce du « mini-budget » du nouveau gouvernement de Lizz Truss. Jusqu'alors la BoE était occupée à mettre en œuvre une stratégie de politique monétaire visant à remonter graduellement ses taux directeurs pour lutter contre la dérive constatée des indices de prix. Elle était même critiquée pour avoir choisi une politique de plus petit pas que celle menée par la Réserve fédérale américaine. Ses taux directeurs avaient été remontés progressivement pour atteindre 2.25% et elle s'apprêtait à poursuivre logiquement sa politique lorsque le choc du « mini-budget » l'a forcée à réviser dans l'urgence sa politique. La perspective d'un accroissement de l'inflation à +13% devait la conduire à renforcer sa politique de restriction monétaire, mais elle aura finalement du adopter des mesures exceptionnelles pour contrer la panique qui s'est installée dans les marchés de capitaux et sur les taux de change de la livre sterling. Les ventes massives opérées sur les marchés l'ont ainsi forcée à faire un virage à 180 degré de sa politique de réduction de la taille de son bilan en stoppant ses ventes et en mettant sur pieds un programme de rachat de Gilts. La BoE a ainsi du intervenir en mettant sur pied un plan de secours urgent visant à racheter massivement près de 65 milliards de livres sterling d'obligations gouvernementales pour contrebalancer les ventes en cascade des fonds de pensions britanniques et contrôler l'évolution rapide des taux d'intérêt. Ses achats de Gilts pendant cette phase de panique ont permis de freiner la tendance et de stabiliser temporairement peut-être la situation. Cet épisode dramatique n'a pas encore de dénouement clair, mais il remet en tout cas partiellement en question la mise en œuvre rapide de la politique prévue par la BoE. Lors de son prochain meeting le 3 novembre celle-ci aurait certainement procédé à une nouvelle hausse de taux directeurs, il reste à voir si les conditions seront alors suffisamment favorables pour que cela soit réalisable sans nouvelles perturbations majeures.

Le marché obligataire britannique s'embrase

L'annonce du « mini-budget » le 23 septembre a mis le feu aux poudre et embrasé rapidement les marchés des changes comme celui des capitaux. Les marchés financiers se sont à juste titre rapidement inquiétés des effets d'un tel revirement de politique fiscale et budgétaire sur les taux d'intérêt britanniques et sur la devise. Il n'a pas fallu longtemps pour comprendre que ce budget allait avoir un impact majeur sur l'équilibre budgétaire du gouvernement et sur ses besoins de financement. Ce nouveau paradigme budgétaire devait nécessairement conduire à dégradation des finances publiques conduisant à une hausse significative des coûts et à une perte de confiance des investisseurs dans la capacité du nouveau gouvernement à adopter une politique adéquate en période de crise. Les taux à dix ans du Trésor britannique ont pris l'ascenseur en bondissant de 3.3% le 22 septembre à 4.5% le 27. Une hausse dramatique provoquée notamment par les ventes massives opérées par les fonds de pensions britanniques dans la nécessité de devoir reconstituer des réserves et des liquidités alors que la valeur des leurs positions en obligations s'effondraient. Le cercle vicieux était dès lors en place. La chute des cours des obligations détenues forçaient la mise en place d'opérations de réduction de risque et donc de ventes d'obligations qui contribuaient encore plus à la chute des cours. Seule l'intervention de la BoE a permis de mettre un terme à cette spirale infernale, mais le risque subsiste de voir les mêmes institutions profiter du répit accordé par la BoE pour ajuster les niveaux de risque en procédant toujours à des ventes, mais dans de meilleures conditions. Dans ce contexte exceptionnel, les obligations britanniques sont devenues particulièrement risquées et susceptibles de subir de nouveaux revers importants. Les rendements actuels après intervention de la BoE n'ont corrigé que marginalement de 30 pdb.

Taux gouvernementaux (2ans—10 ans)



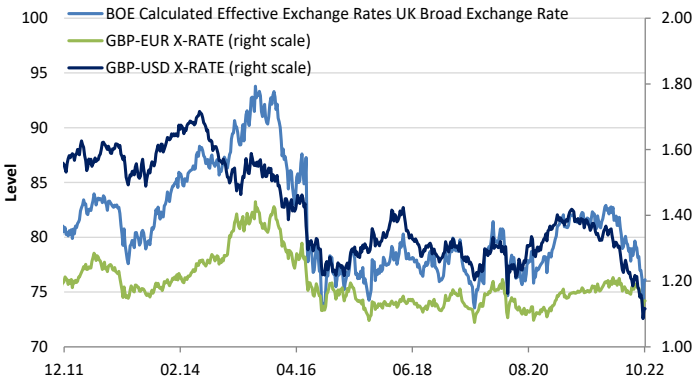
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA$

Le « mini-budget » achève la livre sterling

La livre sterling ne bénéficiait pas de conditions particulièrement positives avant le choc du « mini-budget », mais après le déclin déjà important enregistré contre le dollar de –15% à la fin août, la tendance plus marquée de hausse des taux directeurs pouvait alors contribuer à mettre un frein à la dépréciation de la devise britannique et lui permettre de s'apprécier notamment contre le franc et l'euro. Le choc du 23 septembre a totalement rebattu les cartes en provoquant une volatilité extrême sur la devise. La chute en deux jours de

–5.4% contre l'euro, de –8% contre le dollars et de –7% contre le franc suisse a été le témoin de la panique provoquée et de la peur des investisseurs de conserver une exposition en livre désormais perçue comme particulièrement sujette à une dévaluation indispensable. Malgré le volte-face partiel du gouvernement britannique et les actions défensives de la BoE, les risques de dégradation de la notation du Royaume-Uni s'accroissent avec ce changement de paradigme budgétaire et fiscal. La livre sterling devrait encore faire les frais de la très forte progression des incertitudes et souffrir de nouvelles stratégies de réduction des risques des investisseurs.

Taux de change effectifs de la Livre



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Premier signes de tassement des prix de l'immobilier

Le boom immobilier montre des signes croissants de faiblesse et enregistre son premier mois de croissance nulle des prix. En effet, depuis le mois de février, les prix de l'immobilier poursuivaient une tendance haussière selon un rythme mensuel toutefois en déclin régulier. Le mois de septembre affiche une stabilité (+0%) attendue mais qui tardait à se concrétiser. Ce tassement timide des prix est dû à la hausse du coût de financement et à la diminution des revenus disponibles des ménages pour se porter acquéreur de biens immobiliers. Sur un an , la hausse des prix s'est stabilisée à +9.5%. Malgré cette hausse des coûts de financement le nombre de prêts hypothécaires accordés a sensiblement rebondi de 63.800 à 74.3 00 en août. Le niveau de financement net a légèrement augmenté de 5.1 à 6.1 milliards. Le marché immobilier direct va rapidement faire face à une forte dégradation des conditions de financement qui devrait avoir un impact significatif sur les prix et sur l'ensemble du secteur immobilier. L'immobilier titrisé britannique, plus influencé par l'évolution des marchés financiers, a connu une phase de correction importante en 2022 de -22% à la fin août.

Depuis cette date, le choc du 23 septembre a provoqué une nouvelle vague de baisse des cours qui a poussé la chute des valeurs immobilières à près de –43%. Nous estimons que les prix actuels pourraient offrir des opportunités de repositionnement et de diversification intéressantes pour des portefeuilles multi-actifs dans un contexte de normalisation des risques. Pour l'heure, nous considérons cependant que le choc du « mini-budget » n'a peut-être pas encore développé tous ses effets sur les valeurs immobilières et suggérons une certaine prudence avant de considérer un investissement en immobilier titrisé britannique.

Choc limité pour les actions britanniques

Avant le choc du « mini-budget » les valeurs britanniques (PE 9.7x) se traitaient toujours avec un discount de l'ordre de 14% par rapport aux actions européennes (PE 11.2x) et de 40% par rapport aux actions américaines (PE 16.9x). Cet écart de valorisation devait lui être favorable, en particulier si les valeurs des secteurs énergie et matériaux de base profitaient encore un peu plus de l'évolution des matières premières au cours de prochains trimestres. Désormais, le PE du FTSE 100 est de 8.8x les profits 2023 et le discount vis-à-vis des actions européennes de l'Eurostoxx 50 (10x) s'établit encore à 15%. Les valeurs britanniques profitent aussi toujours du différentiel de valorisation avec les titres américains en raison d'un multiple élevé du S&P500 (15.5x). Les actions britanniques ne devraient pas être trop pénalisées par la problématique rencontrée dans le marché obligataire. La hausse des rendements et des coûts de financement est aussi dommageable pour les entreprise cotée du Royaume-Uni, mais au niveau actuel de valorisation, les risques induits semblent intégrés.

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 utilisé 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