

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



ACTIONS BRITANNIQUES EN SOLDES

Récession en 2023. Un 1er trimestre résilient. Reprise temporaire de la confiance des ménages. L'inflation n'est pas sous contrôle. BoE en pause. Les rendements obligataires s'ajustent. L'immobilier succombe. Actions toujours attrayantes.

Points clés



- L'économie britannique se rapproche d'une récession
- Le 1er trimestre 2023 pourrait encore être résilient
- Indicateurs avancés toujours mixtes
- Marché de l'emploi toujours résilient
- La confiance des ménages s'est améliorée
- Relance temporaire de l'inflation ?
- La Bank of England est désormais en position d'attente
- Les taux s'ajustent aussi sur le marché obligataire
- La livre sterling tente de se faire oublier
- L'immobilier ne résiste plus à la hausse des taux
- Actions britanniques toujours attrayantes

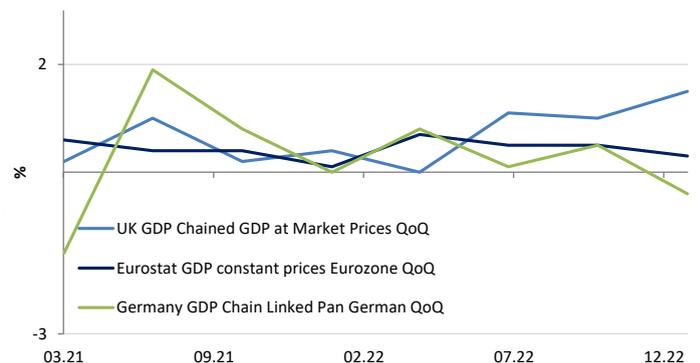
L'économie britannique se rapproche d'une récession

Le PIB britannique avait finalement glissé de -0.4% au 3ème trimestre et termine les derniers trois mois de l'année 2022 sur une stagnation parfaite de l'économie. Avec un résultat de 0% de croissance au T4, l'économie britannique est donc pratiquement en récession à la fin 2022. Les perspectives pour le 1er trimestre de 2023 sont à nouveau négatives, la contraction attendue de -0.3% à la fin mars confirmerait l'entrée en récession du pays. Ce résultat du dernier trimestre 2022 provoque une chute de la croissance sur un an de $+1.9\%$ à la fin septembre, à tout juste $+0.4\%$ en fin décembre. La consommation privée a très légèrement progressé ($+0.1\%$) pendant les trois derniers mois, comme les dépenses gouvernementales ($+0.8\%$). La chute de -1% des exportations et la hausse de $+1.5\%$ des importations a pesé sur le résultat global. La fin d'année aura été difficile comme nous l'envisagions pour l'économie britannique, marquée notamment par une diminution du revenu disponible des ménages. Elle a pourtant profité indirectement des congés exceptionnels liés à aux funérailles de la reine Elizabeth II.

En séquences mensuelles, on a observé une faiblesse très nette en décembre marquée par une chute de -0.5% du PIB mensuel. Cette baisse semble avoir été induite par un déclin des services principalement en baisse de -0.8% . La baisse est nette dans le segment des services aux consommateurs, qui s'enfonce de -1.2% et qui reste très en dessous (-9%) de son niveau pré-pandémie.

Ce résultat n'est pas encourageant pour le début d'année 2023 et sera peut-être le dernier avant une chute plus nette de l'activité. 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.

Croissance trimestrielle du PIB—Royaume-Uni



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le 1er trimestre 2023 pourrait encore être résilient

Les indicateurs avancés PMI ont plutôt bien réagi en janvier et février, alors que le PIB mensuel de janvier enregistrait déjà une progression surprenante de $+0.3\%$. Le secteur des services dans l'industrie a été le plus important contributeur ($+0.43\%$) avec l'éducation ($+0.15\%$), alors que la construction (-0.1%) contribuait négativement au résultat. Les perspectives pour le 1er trimestre restent pourtant moroses car assez largement marquées par des statistiques négatives dans le marché de l'emploi, le secteur immobilier, le commerce extérieur, la production industrielle, sur le front de l'inflation et en matière de coût du crédit.

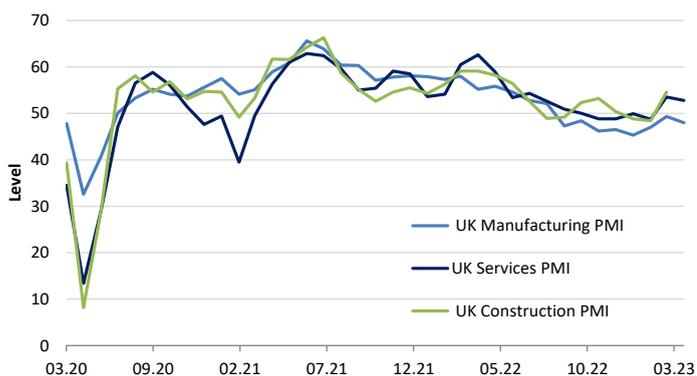
Ce bon résultat pour le mois de janvier ne devrait donc pas se transmettre avec la même vigueur sur l'ensemble du trimestre. L'économie témoigne toutefois d'une résilience surprenante qui pourrait se poursuivre si la consommation des ménages devait s'avérer plus solide.

Le contexte économique semble donc étonnamment résistant au Royaume-Uni malgré le durcissement des conditions monétaires et la baisse du revenu disponible des ménages. Nous estimons qu'une récession reste toujours probable, mais elle pourrait avoir finalement des effets relativement limités en 2023. Notre prévision de croissance du PIB pour l'année est ajusté à -0.5%.

Indicateurs avancés toujours mixtes

Le déclin des indicateurs avancés s'est interrompu depuis la fin décembre pour montrer une tendance sensiblement meilleure en début 2023. Après avoir atteint un point inquiétant de 45.3 en décembre, le rebond du PMI manufacturier des deux premiers mois de l'année l'a porté proche du seuil de croissance en février (49.3). Le déclin du PMI des services est plus récent, mais relativement important, car il consacre en février le passage d'une zone de contraction à une zone de croissance grâce au rebond de 48.7 à 53.5 de sa valeur. S'il s'agit d'un renversement de tendance il est encore plus net dans le segment de la construction, qui a bondi de 48.6 à 54.6 en un seul mois. Il ne s'agit pourtant pas d'une résistance durable, mais plutôt d'un regain de confiance certainement temporaire des agents économiques en février. En effet, la construction marquait encore une nouvelle baisse de -1.7% de son activité en janvier et la production industrielle repassait en zone de contraction (-0.4%). Les derniers indicateurs avancés publiés en mars sont donc à nouveau en déclin pour le segment manufacturier (48) et pour les services (52.8), présageant encore une fin de trimestre incertaine.

Indicateurs PMI (Manufacturier, services, construction)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Marché de l'emploi toujours résilient

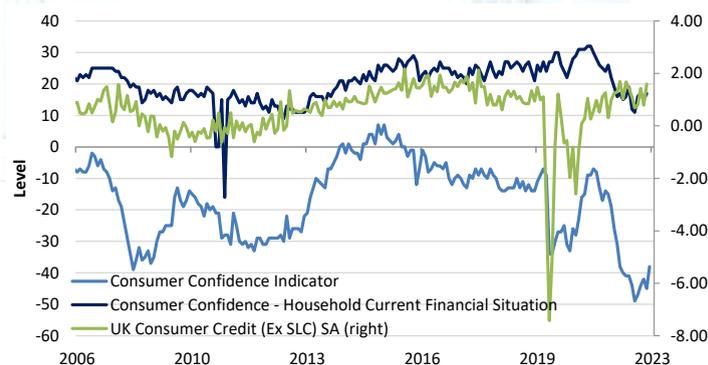
Le marché du travail reste résilient comme l'indique encore taux de chômage relativement inchangé à 3.7% et ne montre toujours pas de signes de changement de tendance. La croissance de l'emploi s'est avérée forte en février, avec 98'000 créations d'emplois, correspondant à la plus forte progression depuis septembre 2021. Cette dynamique semble encore souligner la résilience du marché du travail face aux difficultés pourtant croissantes auxquelles fait face l'économie britannique. 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 légèrement diminué mais reste en hausse de +6.5% sur un an à la fin janvier. Il semblerait tout de même que la croissance des salaires ait atteint son pic au T4 et qu'un ralentissement se concrétise désormais. Le secteur privé enregistre une progression sensiblement inférieure (3%-3.5%) et pourrait rassurer la BoE qui s'inquiète toujours de la transmission possible de la hausse des salaires sur l'inflation. La diminution de ce risque ne sera que très graduelle et probablement pas suffisante aux yeux de la banque centrale pour qu'elle modifie sa politique avant plusieurs mois.

La confiance des ménages s'est améliorée

L'indicateur de confiance des ménages (GfK) est désormais en progression graduelle depuis six mois, mais il reste cependant toujours très déprimé et très en dessous de son niveau qui prévalait avant la crise sanitaire. Le sentiment s'est tout de même amélioré en l'absence d'un effondrement des conditions dans le marché de l'emploi. Les ventes de détail ont surpris les analystes en affichant un bien meilleur résultat qu'anticipé. Une croissance de +1.2% en février, suivant une révision de la dynamique de janvier à +0.9%, peut laisser entrevoir un comportement positif sur l'ensemble du trimestre qui soutiendrait des perspectives de progression du PIB plus positives qu'estimées en début d'année; les ventes de détail représentant en effet un tiers de la consommation des ménages. Le déclin des prix de l'énergie et les soutiens gouvernementaux ont contribué à cette perception et à ces développements. La contraction du pouvoir d'achat des ménages, fortement impactés par une inflation supérieure à la hausse des salaires, s'est malgré tout renforcée en février. Le rebond de l'indice des prix à la consommation de +1.1% en février après une baisse de -0.6% en janvier pourrait donc à nouveau pénaliser la confiance des ménages en mars.

Confiance des ménages



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Relance temporaire de l'inflation ?

Le chiffre d'inflation pour le mois de janvier laissait espérer un tassement de la progression des prix au Royaume-Uni, mais le rebond de +1.1% de l'indice CPI en février et de +1.2% de l'indice des prix de détail (RPI) suggèrent le contraire. L'inflation annuelle repasse à +10.4% (CPI) et reste proche de son plus haut niveau d'octobre (11.1%). Du côté des prix de détail l'image est similaire, l'inflation atteint +13.8% et ne montre pas encore de vrais signes de décélération. Les prix à la production sont également en progression supérieure à +10% sur un an, mais en net déclin depuis le niveau extrême de +19.9 en juillet 2022.

La mesure d'inflation hors alimentation et énergie a ainsi une nouvelle fois progressé, passant de +5.8% à +6.2% en un mois. L'inflation des services, particulièrement suivie par la BoE, a aussi avancé depuis le mois précédent de +6% à +6.6%, se rapprochant à nouveau de son sommet de décembre. Ces éléments ne seront pas favorablement considérés par la banque centrale britannique qui espérait pouvoir infléchir sa politique en marquant un pause désormais remise en question par ces derniers développements inquiétants. En effet, si l'évolution des derniers mois des matières premières et notamment les déclin des prix du pétrole et du gaz sont favorables à une diminution des tensions sur les indices globaux, la tendance des services reste trop nettement installée à la hausse. Un ralentissement conjoncturel britannique plus sensible que celui qui semble se concrétiser est semble clairement indispensable à la diminution du niveau de consommation de services des ménages.

La Bank of England est désormais en position d'attente

La banque centrale du Royaume-Uni a rétrospectivement remonté ses taux directeurs relativement rapidement à un rythme similaire à celui de la Réserve fédérale américaine. Elle avait été la première à décider une hausse en décembre 2021, avant d'être rejointe dans son action restrictive par la Fed. Elle n'aura cependant pas réussi après huit hausses supplémentaires en 2022 et deux nouvelles hausses en 2023 à infléchir la tendance à la progression des prix. Avec un taux directeur désormais à 4.25%, la BoE est maintenant sensiblement en retard dans sa lutte contre l'inflation en ayant peut-être évalué de manière trop optimiste les probabilités de ralentissement conjoncturel et ses effets potentiels positifs sur le niveau des prix. L'économie britannique tarde en effet à ralentir et évite une entrée en récession souhaitée par la BoE pour freiner la hausse des prix. La baisse des prix de l'énergie semble insuffisante et l'évolution des salaires ne marque pas clairement une tendance nette permettant d'envisager plus sereinement une baisse de l'inflation des services.

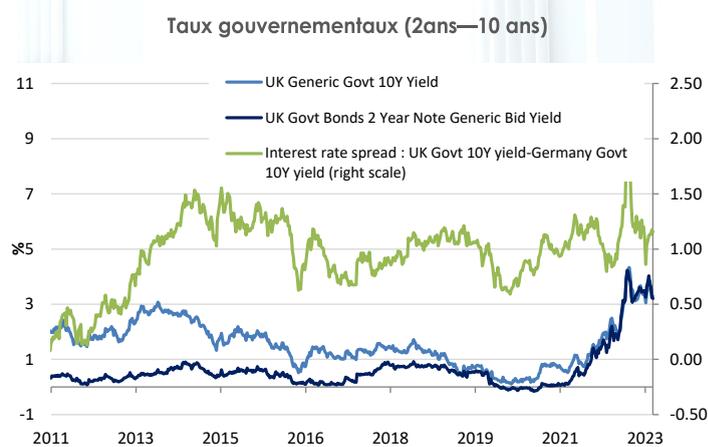
La BoE a donc finalement remonté de 0.25% ses taux directeurs le 23 mars, face à un comportement toujours dynamique des consommateurs britanniques. Malgré ce qui apparaît de plus en plus nettement comme l'une des plus sévères contraction de pouvoir d'achat, les ménages résistent et consomment.

Le comité de politique monétaire devrait cependant prendre en considération les risques récents posés par les turbulences enregistrées dans le système bancaire international depuis la faillite de la SVB et le rachat de Credit suisse par l'UBS. La stabilité des prix est certes l'un des principaux objectifs des banques centrales, mais il est probable que la BoE prenne désormais un peu plus sérieusement en considération les risques supérieurs d'instabilité du système financier international provoqué par le nouveau paradigme de taux même si elle semble vouloir s'en défendre. Ce sera certainement le durcissement des conditions du crédit en lien avec cette instabilité qui devrait convaincre le comité de choisir le statu quo désormais. La hausse des taux avait déjà placé les institutions de prévoyance dans une situation dramatique il n'y a que quelques mois, forçant la BoE à l'action, elle devrait donc commencer à faire preuve de plus de patience en ce qui concerne l'évolution de l'inflation et retenir de nouvelles hausses aux effets potentiellement sérieux. Comme aux Etats-Unis, les autorités monétaires britanniques feront certainement preuve d'un peu plus de retenue désormais avant de considérer toute nouvelle hausse de taux directeurs. Le mouvement de mars pourrait bien aussi être le dernier tour de

vis. Nous verrons s'il faudra longtemps à la BoE pour desserrer cette vis à l'avenir. Notre scénario central reste pour l'instant celui d'une fin actée en mars de la période de restriction monétaire avant un prochain infléchissement lié certainement à une nette baisse de l'inflation accompagnée d'une entrée en récession de l'économie britannique. Sans ces deux développements, la BoE restera quelques temps campée sur sa position d'attente. Les marchés financiers ont déjà clairement modifiés leurs attentes en faisant chuter les taux des futures septembre de 4.85% à 4.08% avant de reconsidérer ces derniers jours un niveau plus raisonnable de 4.5%, soit à peine 0.25% de plus que le taux officiel actuel de la BoE.

Les taux s'ajustent aussi sur le marché obligataire

Le vent de panique sur les marchés de capitaux en livre sterling avait déjà soufflé en septembre 2022 à l'annonce du « mini-budget » qui 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 qui avaient pris l'ascenseur en bondissant jusqu'à atteindre 4.5% le 27, se sont rapidement détendus ensuite lorsque la crise a trouvé un épilogue rassurant. Le calme s'était depuis lors installé avec des courbes de taux stabilisées et une relativement faible fluctuation autour d'un rendement à dix ans du Trésor centré sur 3.5%. La courbe des taux en livres sterling est ainsi pratiquement plate entre les échéances de deux à dix ans. L'inversion de la courbe est ainsi essentiellement observable entre les échéances courtes inférieures. Sur toutes les échéances, les rendements réels sont extrêmement négatifs compte tenu d'une inflation toujours supérieure à +10%. La politique monétaire est certainement en phase de pause, mais il n'est pas exclu que celle-ci doive ultérieurement se durcir à nouveau. Pour les marchés de capitaux, nous estimons que le niveau actuel reste insuffisant en regard du niveau d'inflation, les rendements obligataires sont donc encore susceptibles de se tendre au cours des prochains mois.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La livre sterling tente de se faire oublier

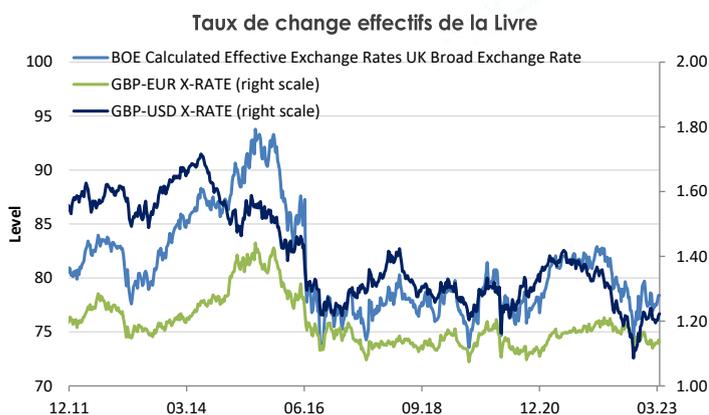
Après le choc du 23 septembre, qui avait provoqué une volatilité extrême sur la devise et une chute en deux jours de -5.4% contre l'euro, de -8% contre le dollars et de -7% contre le franc suisse, la livre s'est stabilisée sans grande conviction.

Depuis cette fin de crise, l'action de la BoE a rassuré et effacé la défiance vis-à-vis de la livre qui a pu se stabiliser et retrouver ses niveaux de taux de change précédents contre la plupart des devises importantes comme le dollar, l'euro, le franc ou le yen. Le retour d'une certaine confiance est encore insuffisant pourtant pour susciter une tendance nouvelle favorable à la livre contre l'euro ou le franc suisse. Mais on constatera certainement une appréciation contre le dollar, reflétant plus la faiblesse du billet vert que la force de la livre. De nouvelles tensions sur les rendements obligataires en livres semblent probables si l'inflation ne recule pas plus nettement. Dans ce contexte, un différentiel de rendements croissant pourrait soutenir l'intérêt des investisseurs pour la devise britannique. Nous estimons qu'une appréciation de celle-ci n'est pas encore à l'ordre du jour et privilégions des perspectives plus modérées pour l'évolution prochaine de la devise britannique.

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.

Actions britanniques toujours attrayantes

La crise bancaire du mois de mars a également frappé le marché actions du Royaume-Uni assez nettement, alors que la pondération du secteur bancaire, de l'ordre de 9%, est plus élevée que celle du S&P500 (3%). Tandis que le secteur profitait depuis des mois des anticipations d'amélioration des marges d'intérêt, le cas SVB a mis en lumière les risques de déséquilibre entre les actifs et les engagements des banques. Les corrections enregistrées également sur les titres miniers ont aussi pesé sur les indices globaux. La chute des cours du pétrole et du gaz inquiète et remet en question les perspectives positives jusqu'à présent du secteur énergie. La chute des valeurs britanniques des dernières semaines s'avère pourtant déjà probablement excessive. Les mesures de valorisations techniques suggèrent en effet une situation de survente. Par ailleurs, sur le plan fondamental, elles profitent toujours d'un avantage compétitif important grâce à une valorisation des titres particulièrement avantageuse. En effet, à 10x les profits de 2023, elles bénéficient d'un discount de -17% par rapport à l'Euro Stoxx 50 (PE 12x) et de -45% par rapport au S&P500 (18.4x). Cet écart de valorisation devrait lui être favorable.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'immobilier ne résiste plus à la hausse des taux

La croissance annuelle des prix de l'immobilier chute à +6.3% sur un an et affiche ainsi sa plus faible progression depuis octobre 2020. Le déclin est net et touche toutes les régions du Royaume-Uni. Désormais la hausse des prix n'est plus que de +3.2% à Londres. L'indicateur mensuel publié par la Nationwide Building Society relève une séquence de sept mois de baisses consécutives. Le boom immobilier montre donc enfin des signes de faiblesse. Depuis le pic de juillet 2020 (+14%/an) le tassement des prix est donc très net. Bien que les taux de financement se soient détendus ces derniers mois, les ménages font face à un choc lors du renouvellement de leurs prêts hypothécaires. La chute des approbations de financement hypothécaire s'est stabilisée, mais se situe près de 50% en dessous du niveau de l'été 2022. Cet indicateur annonce une chute plus importante des prix de l'immobilier au cours des prochains mois. La situation des ménages déjà

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 modifications 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