

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé &amp; CIO



## DISCOUNT SIGNIFICATIF POUR LES ACTIONS BRITANNIQUES

Baisse des risques de récession. Les salaires soutiennent le pouvoir d'achat. Trop lent déclin de l'inflation. Relance du cycle de hausse des taux. Marchés des capitaux et immobilier en déroute. Valorisations favorables aux actions.

### Points clés



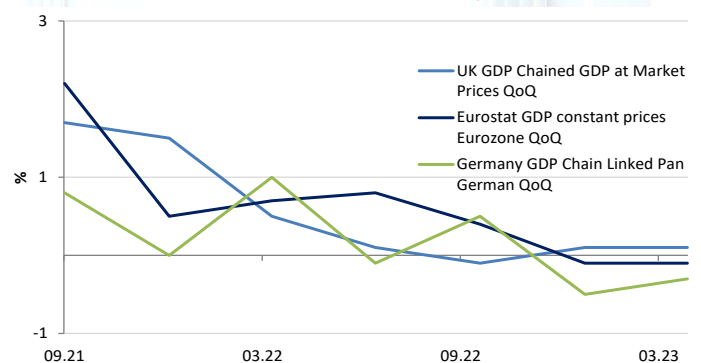
- L'économie britannique flirte toujours avec la récession
- Le 2ème trimestre s'annonce à nouveau difficile
- Nouveaux déclin inquiétants des indicateurs avancés
- La hausse des salaires nominaux se poursuit
- La confiance des ménages se renforce progressivement
- L'inflation baisse encore trop lentement
- La BoE est forcée de maintenir une politique restrictive
- Vers de nouveaux sommets pour les taux d'intérêt
- La livre sterling profite de rendements plus attractifs
- L'immobilier s'effondre face à la hausse des taux
- Discount significatif en faveur des actions britanniques

### L'économie britannique flirte toujours avec la récession

Nous attendons un premier trimestre encore difficile, bien que sans doute très légèrement positif pour l'économie britannique, menacée par une situation compliquée dans le marché de l'emploi, l'immobilier, le commerce extérieur, la production industrielle, l'inflation et finalement la demande intérieure. Une croissance nulle du PIB britannique au T4 après une baisse de  $-0.4\%$  au 3ème trimestre lui permettrait d'éviter une récession technique qui a encore été écartée par une résilience attendue de l'économie en début d'année 2023. La croissance de  $+0.1\%$  enregistrée n'est pourtant pas très encourageante et laisse toujours planer une incertitude importante sur la capacité de l'économie britannique à éviter une récession pourtant souvent prédite depuis plusieurs trimestres. Force est de constater que l'inflation non maîtrisée et les hausses de taux n'ont pas encore eu les effets logiquement escomptés en ne pesant pas suffisamment sur la dynamique pour pousser l'économie en décroissance. Les perspectives ne nous semblent logiquement pas meilleures aujourd'hui qu'il y a quelques mois, notamment en raison de la persistance de l'inflation et de la nécessité comprise par la BoE de poursuivre sa politique de hausse de taux afin de

tenter de courber la trajectoire de hausse des prix. L'économie britannique est donc pratiquement en récession et les perspectives pour le 2ème trimestre de 2023 sont à nouveau incertaines. Sur un an le PIB n'a finalement progressé que de  $+0.2\%$ . Sur le trimestre, la consommation privée n'a pratiquement pas évolué avec une croissance d'à peine  $+0.1\%$ , les investissements ont cependant progressé de  $+1.3\%$  et c'est la contraction des dépenses gouvernementales de  $-2.5\%$  qui a pesé sur le développement du PIB. L'évolution mensuelle récente montrait une chute en mars de  $-0.3\%$  qui n'a pas été compensée par la reprise de  $+0.2\%$  en avril, accompagnée d'une baisse de la production industrielle de  $-1.9\%$ . Ce résultat n'est pas encourageant pour le deuxième trimestre déjà marqué par une inflation toujours présente et une poursuite de la hausse des taux directeurs de la BoE. L'environnement reste très incertain au Royaume-Uni.

Croissance trimestrielle du PIB—Royaume-Uni



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

### Le 2ème trimestre s'annonce à nouveau difficile

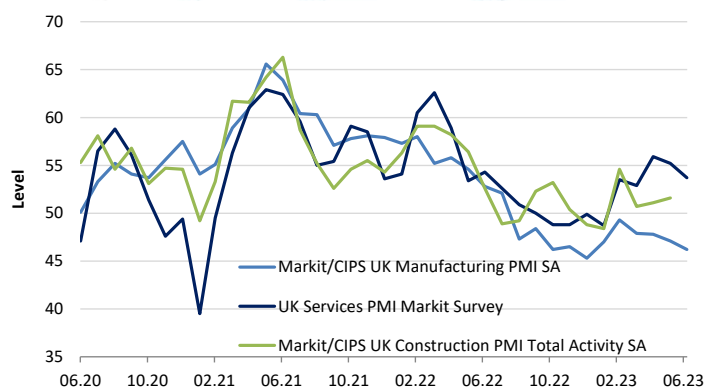
Les indicateurs avancés PMI de juin restent mitigés avec essentiellement une nouvelle dégradation dans le secteur manufacturier en dessous du seuil de croissance et un effritement progressif pour les services, qui restent encore en zone de croissance, avec un PIB néanmoins en hausse de  $+0.2\%$ . Le rebond a été poussé par la consommation et les ventes de détail, mais il ne s'agit sans doute pas de prémices de reprise et de renversement de tendance. La faiblesse de l'économie nous semble persistante et le rebond d'avril n'est certainement qu'une réaction à la chute enregistrée en mars de l'activité.

Ce bon résultat d'avril 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 ou si les dépenses gouvernementales se renforçaient. 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 possible mais les risques se réduisent. Notre prévision de croissance du PIB pour l'année est ajustée à +0.1%.

## Nouveaux déclin inquiétants des indicateurs avancés

Après deux mois de légère reprise, les PMI manufacturiers sont à nouveau en déclin depuis quatre mois et s'enfoncent à nouveau dans la zone de contraction de l'activité pour se rapprocher de leur plus bas niveau de décembre 2022. Du côté des PMI des services, la faiblesse est plus récente puisque l'indicateur Markit/CIPS ne baisse que depuis deux mois et reste très au dessus du seuil de croissance. L'indicateur composite reste donc positif grâce à la composante des services. En prenant en compte la relation statistique existante entre les indicateurs PMI et le PIB, les résultats actuels laissent supposer une croissance de +0.4% du PIB. Nous estimons toutefois que cette relation statistique surestime les réelles chances de croissance du 2ème trimestre. Même si quelques meilleures nouvelles sur le plan de l'inflation (Prix à la production) sont arrivées, d'autres facteurs restent incertains. En effet, les mesures de confiance dans le secteur des affaires montrent une seconde chute mensuelle en mai, suggérant probablement une diminution des investissements. Les mesures des PMI n'incluant pas le secteur public, il faut rester prudent en raison de la baisse récente des dépenses gouvernementales qui auront encore un impact négatif sur le PIB si elles restent dans cette tendance, alors que la production industrielle repassait en zone de contraction (-0.3%) en avril.

Indicateurs PMI (Manufacturier, services, construction)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

## La hausse des salaires nominaux se poursuit

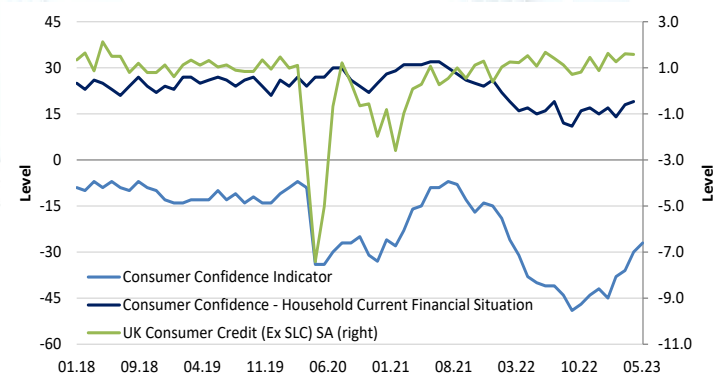
Le marché du travail reste résilient comme l'indique encore taux de chômage à peine en hausse de son plus bas de 3.7% à 3.8% en avril, en dessous des attentes de 4%. Il ne montre toujours pas de signes clairs de dégradation. La croissance de l'emploi sur trois mois dépasse une nouvelle fois les attentes avec une avance de 250'000 créations, supérieures aux estimations consensuelles de 150'000 nouveaux jobs. 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. La hausse des salaires a en effet atteint +7.2% en avril, constituant l'une des plus fortes progression des salaires en comparaison internationale parmi les pays développés en un an. Il reste difficile de prédire si la croissance des salaires a atteint un pic, mais ces hausses de revenus nominaux contribuent à limiter la perte de pouvoir d'achat des ménages. 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 se renforce progressivement

L'indicateur de confiance des ménages (GfK) est désormais en progression graduelle depuis le mois de septembre, 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 et de la hausse des salaires. L'indicateur a en effet rebondi de -49 à -24 et se retrouve au plus haut des dix huit derniers mois. La résilience des consommateurs est remarquable face à l'inflation et à la hausse des coûts de financement et du crédit. Les ventes de détail ont légèrement surpris les analystes en affichant un meilleur résultat qu'anticipé. Une hausse en mai fait suite à une progression en avril qui pourraient être motivées par la crainte de futurs prix plus élevés en période d'inflation. La contraction du pouvoir d'achat des ménages est en partie compensée par la hausse des salaires. Depuis octobre 2022, l'inflation a décliné et est tombée à +8.7% en mai. Elle reste trop élevée pour les ménages, mais en comparaison au réajustement de +7.2% des salaires, la perte de pouvoir d'achat est à peine de -1.5%.

Confiance des ménages



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

## L'inflation baisse encore trop lentement

Le chiffre d'inflation pour le mois de mai fait état d'une hausse de +0.7% qui porte l'indice des prix à la consommation en comparaison annuelle à +8.7%. L'inflation a certes entamé une nouvelle tendance baissière au Royaume-Uni également mais son déclin semble clairement trop lent et trop progressif pour satisfaire les consommateurs et la banque centrale. Si la tendance s'avère trop incertaine en ce qui concerne les indices de prix à la consommation, l'image est heureusement plus nette pour l'évolution des prix à la production. La baisse de -0.5% constatée en mai a permis une poursuite de la correction à la baisse des prix sur un an tout à fait remarquable. Les prix



à la production qui avaient atteint une croissance de +19.7% en juillet 2022 ont en effet chuté pour ne progresser désormais que de +2.9% sur un an. Si ces quelques mesures peuvent constituer une source de satisfaction, l'évolution de l'indice CPI de base, hors alimentation et énergie, reste très largement une source d'inquiétude. Le dernier chiffre publié de +7.1%, bien qu'inférieur à celui de l'indice global, constitue un plus haut historique et montre une tendance à la hausse solide et toujours inquiétante. Ces éléments ne seront pas favorablement considérés par la banque centrale britannique qui espérait pouvoir infléchir sa politique en marquant un pause, mais qui sera dans le contexte actuel clairement écartée. 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 semble clairement indispensable à la diminution du niveau de consommation de services par les ménages pour affecter favorablement l'indice de base.

### La Bank of England est forcée de maintenir une politique restrictive

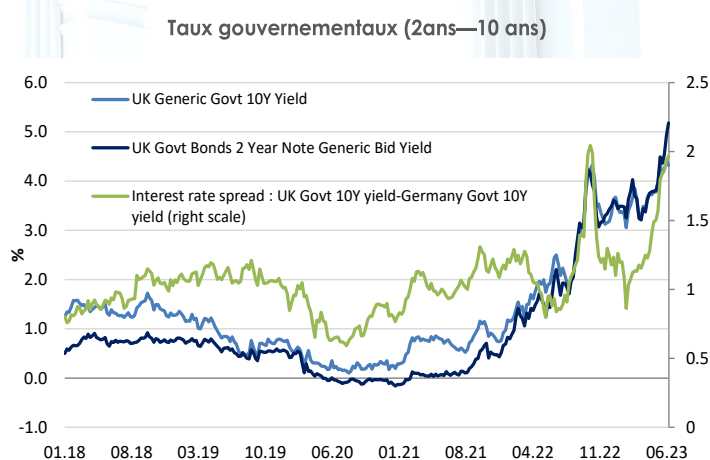
La banque centrale du Royaume-Uni a rétrospectivement remonté ses taux directeurs relativement rapidement à un rythme similaire à celui de la Réserve fédérale américaine. Elle avait été la première à décider une hausse en décembre 2021, avant d'être rejointe dans son action restrictive par la Fed. Elle n'aura cependant pas réussi après treize hausses supplémentaires en 2022 et 2023 à infléchir la tendance à la progression des prix. Avec un taux directeur désormais à 5%, 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 en 2023. 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 montre pas de signes suggérant une prochaine tendance de ralentissement des ajustements indispensable pour permettre d'envisager une baisse de l'inflation des services. La hausse des prix des indices de base se poursuit et force donc la BoE à resserrer plus nettement ses taux directeurs. La hausse de 50 ppb décidée le 22 juin contraste avec les précédentes hausses limitées à 25 ppb et surprend le consensus qui n'attendait qu'une hausse d'un quart de point.

Cette décision souligne la volonté de l'institution de reprendre la main et d'affirmer son combat contre une tendance encore trop dynamique en ce qui concerne l'inflation de base. Le comité de politique monétaire a pris en considération les données récentes d'inflation en écartant les risques évoqués précédemment posés par les turbulences enregistrées dans le système bancaire en mars. La stabilité des prix est à nouveau redevenu le seul objectif de la BoE. Les autorités monétaires britanniques font désormais face à une situation à nouveau inquiétante qui les oblige à réagir plus fortement et à reprendre le cours de leur politique restrictive. Notre scénario central prend également en considération la résilience au premier semestre 2023 de l'économie britannique, le dérapage de l'inflation de base et le ralentissement trop lent des indices de prix globaux pour soutenir la perspectives de nouveaux tours de vis de la BoE qui interviendront en août, septembre et novembre pour atteindre selon nous un pic de cycle entre 5.75% et 6% au quatrième trimestre.

### Vers de nouveaux sommets pour les taux d'intérêt

Les taux à dix ans du gouvernement britannique ont une nouvelle fois atteint le seuil de 4.5% qui avait été touché en septembre 2022, lorsqu'une vague de panique avait déferlé brutalement sur les marchés de capitaux en livre sterling 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 rendements à long terme des Gilts ont donc touché 4.5% en juin, poussés par l'évolution décevante de l'inflation, par le revirement de tendance de la BoE et par les perspectives de nouvelles hausses de taux directeurs pouvant porter les taux à court terme à 6%.

La courbe des taux en livre sterling est ainsi nettement inversée avec des taux à court terme proches de 5.5% et des taux à dix ans proches de 4.5%. L'inversion de la courbe est ainsi essentiellement observable entre les échéances courtes et moyennes inférieures. Sur toutes les échéances, les rendements réels sont négatifs compte tenu d'une inflation toujours supérieure à +7-8%. La politique monétaire est à nouveau en phase d'accélération temporaire, ce qui implique un contexte encore très incertain 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 d'environ 50 à 75 points de base au cours des prochains mois.

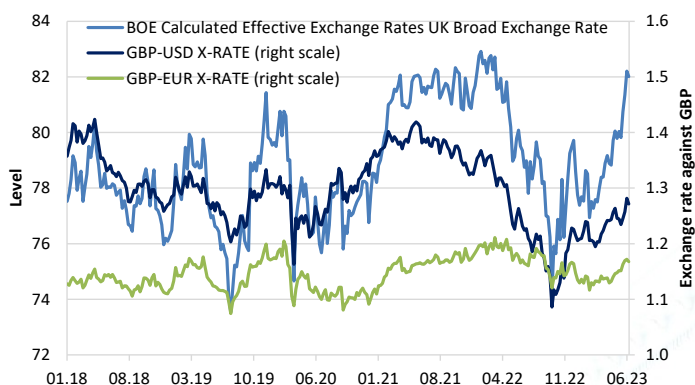


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

### La livre sterling profite de rendements plus attractifs

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. Mais depuis cette date, la progression des taux directeurs et la hausse des rendements constituent des facteurs de soutien à la devise. Le taux de change USD/livre sterling s'était déjà apprécié au quatrième trimestre 2022 effaçant rapidement les effets de la crise de septembre. Depuis, la tendance contre le dollar s'est progressivement améliorée, portant le taux de change de 1.20 à 1.27. L'appréciation de la livre s'est également concrétisée contre l'euro, le yen et même le franc suisse. Malgré une inflation record au Royaume-Uni, le taux de change s'apprécie en raison du différentiel de taux d'intérêt croissant en sa faveur. Ce facteur pourrait soutenir l'intérêt des investisseurs pour la devise britannique, mais 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.

### Taux de change effectifs de la Livre



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

### L'immobilier s'effondre face à la hausse des taux

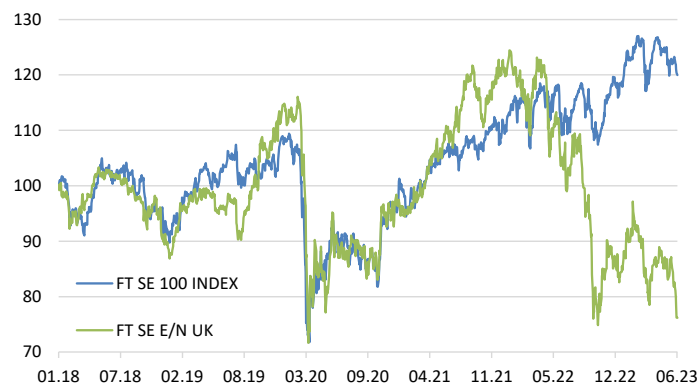
La croissance annuelle des prix de l'immobilier poursuit sa très nette consolidation en 2023. Après avoir atteint +14.3% sur un an en juillet 2022, la hausse des prix immobiliers sur un an n'est plus que de +3.5% en avril 2023. Il s'agit de la plus faible progression depuis octobre 2020. Le déclin est net et touche toutes les régions du Royaume-Uni. Désormais la hausse des prix n'est plus que de +2.5% à Londres. L'indicateur mensuel publié par la Nationwide Building Society relève même une chute de -3.4% sur un an qui constitue la plus forte contraction des dix dernières années. Le boom immobilier montre donc enfin des signes de faiblesse. Depuis le pic de juillet 2020 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 difficile en raison de la hausse de l'inflation sera encore exacerbée par la hausse du coût de financement hypothécaire sur leurs budgets. Les taux hypothécaires moyens à deux ans ont atteint 4.7% et 4.3% pour les taux à cinq ans. Environ 1.7 millions de ménages sont influencés directement par l'évolution des taux à court terme. Une hausse des coûts de financement au-delà de 5.5% à 6% est probable, rendant particulièrement fragile le financement hypothécaire et l'achat de biens immobiliers. 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. L'immobilier titrisé britannique déjà en déroute de -34% en 2022 en raison des anticipations négatives liées à la perspective de hausse des coûts de financement a encore chuté en 2023 de -11%, portant globalement la correction des prix des valeurs cotées à près de -45%. Néanmoins, nous estimons que si la chute des cours de l'immobilier direct physique n'a pas atteint son point d'équilibre, il en va selon nous différemment de l'immobilier titrisé qui semble déjà présenter des opportunités de repositionnement, notamment en raison de valorisations déjà attrayantes.

### Discount significatif en faveur des actions britanniques

L'indice FTSE100 subit depuis quelques semaines les effets des anticipations de relance restrictive de la politique monétaire et de taux d'intérêt en hausse. La baisse en mai et en juin des cours contraste avec la tendance globalement plus favorable tant en Europe qu'aux Etats-Unis. Par ailleurs, la composition de l'indice britannique peu exposée aux valeurs technologiques et plutôt largement représentée par des valeurs de substance ne participe pas à la tendance actuelle favorisant les secteurs de croissance notamment. La chute des cours du pétrole et du gaz inquiète et remet en question les perspectives positives jusqu'à présent du secteur énergie, comme l'absence de dynamique sur l'ensemble des valeurs liées aux matières premières. La chute des valeurs britanniques des dernières semaines s'avère peut-être déjà 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 relatif grâce à des PE (10x) nettement inférieurs et d'un discount de -17% par rapport à l'Euro Stoxx 50 (PE 12x) et de -45% par rapport au S&P500 (18).

### 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: +41225959611  
reception@bbgi.ch  
www.bbgi.ch