



4 octobre 2017

Négociations dans l'impasse entre le Royaume-Uni et l'UE

Accord financier préliminaire indispensable. Effritement du PIB. Inflation toujours élevée. Effets limités de la dévaluation de la livre. Hausse des taux directeurs en novembre.

Points clés

- Un accord financier avec l'Europe avant de négocier les autres aspects du Brexit
- Theresa May est-elle toujours aux commandes ?
- Hausse et stabilisation de la livre contre les principales monnaies
- Effets de la dépréciation de la livre globalement négatifs pour le PIB
- La BoE précise les risques de remontée de taux
- Le consommateur reste inquiet, la BoE aussi
- Le PIB s'effrite mais les indicateurs avancés semblent plus positifs
- Baisse des prix de l'immobilier à Londres
- Toujours pas de stabilisation de l'inflation
- Relance de la tendance haussière des taux longs
- Visibilité insuffisante pour les actions UK

Un accord financier avec l'Europe avant de négocier les autres aspects du Brexit

« We want our money back » a récemment déclaré le ministre français des finances, soutenant ainsi la position du négociateur en chef Michel Barnier qui veut d'abord trouver un accord financier avec le Royaume-Uni avant d'engager les négociations sur les autres aspects du Brexit.

Le parlement européen montre son agacement face au manque de progrès dans les discussions avec les représentants britanniques. Les parlementaires relevaient notamment que le quatrième cycle de négociations n'avait pas permis d'avancer sur les dossiers prioritaires et proposait au Conseil européen de reporter son évaluation de la situation, dans une résolution adoptée à une écrasante majorité.

Cette position tranche évidemment avec celle de Theresa May qui propose une autre lecture de la négociation en cours.

La question du règlement des obligations financières du Royaume-Uni est en fait au centre de la négociation. Evaluée entre 60 et 100 milliards d'euros, la facture est loin de rassurer et de satisfaire les Britanniques. Mais cette question est déterminante pour l'UE qui n'a clairement pas l'intention de l'écarter, même temporairement, pour avancer sur d'autres thèmes.

Le Parlement européen déplore l'absence de progrès sur les dossiers fondamentaux, qui empêche de nouvelles phases de discussions sur le futur partenariat entre Bruxelles et Londres. Les Européens soulignent aussi les discriminations illégales à l'égard des citoyens européens qui se mettent déjà en place Royaume-Uni, tant dans le marché du travail que dans l'accès au logement. L'agacement est perceptible et perturbera le dialogue si les Britanniques n'arrivent pas à s'entendre et à proposer une ligne de négociation plus lisible. La balle est donc à nouveau dans le camp britannique, charge à Theresa May de réunir le parti conservateur et d'aplanir les divisions actuelles qui pénalisent le processus de négociation.

Après l'échec cuisant des législatives du 8 juin, il ne sera pas aisé pour Theresa May de trouver une ligne de convergence entre les diverses sensibilités et les positions de Boris Johnson, favorable à une rupture nette avec l'UE par exemple, et celle du ministre des Finances Philip Hammond, partisan d'une politique plus flexible.

Theresa May est-elle toujours aux commandes ?

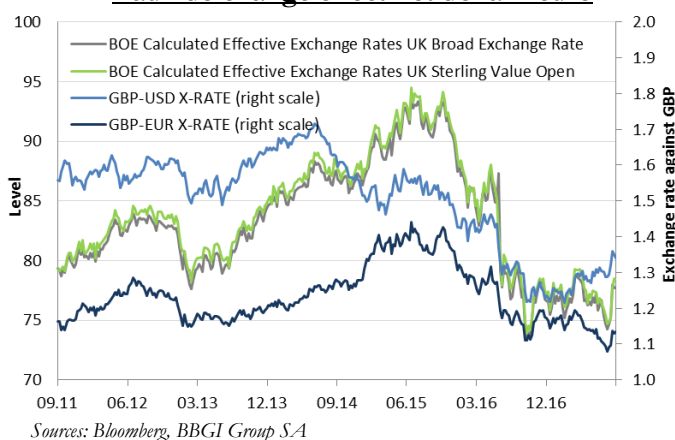
A ce propos, les Européens ont beau jeu de relever l'absence de cohérence dans le camp britannique, évoquant même une « cacophonie » au sein du

gouvernement de Theresa May. Entre la Première ministre Theresa May, le ministre des affaires étrangères Boris Johnson ou le ministre du Brexit David Davis, les négociateurs européens y perdent leur latin. La question de savoir si Theresa May est la bonne personne pour mener à bien ces négociations est aujourd'hui légitimement posée. L'agacement est aussi à son comble au sein du parti conservateur. Le comportement de Boris Johnson exaspère de nombreux députés dont certains disent clairement qu'il vise la place de la Première ministre. Les conservateurs vont donc devoir rapidement mettre de l'ordre dans leurs rangs en poussant peut-être vers la sortie celui d'entre eux dont la voix est trop souvent discordante. Le ministre des finances, partisan d'un Brexit « pro-business » en douceur, a rappelé que « personne n'est inamovible » une allusion directe à celui qui sème la discorde et grippe les négociations avec l'UE. Theresa May est aux commandes, mais il semble bien difficile dans cette tempête de tenir la barre.

Hausse puis stabilisation de la livre contre les principales monnaies

Après la chute de la livre consécutive à l'annonce surprise du Brexit, nous relevons déjà au 4^{ème} trimestre 2016 que la devise britannique avait sans doute atteint un niveau de valorisation permettant d'envisager une consolidation durable dans l'attente d'une plus grande visibilité sur les perspectives économiques du pays. Depuis cette date, la volatilité de la monnaie britannique s'est réduite et le taux de change s'est même repris contre le franc (hausse de 1.20 à 1.30) et le dollar notamment (hausse de 1.20 à 1.35). Elle s'est stabilisée au-dessus de 1.10 contre euro dans un contexte favorable pour la monnaie unique.

Taux de change effectif et dollar - euro



Nous estimons que la devise britannique n'a que peu de chances de bénéficier de nouvelles conditions lui permettant de s'apprécier beaucoup plus contre l'ensemble des autres monnaies importantes.

Nous privilégions donc un scénario d'une poursuite de la stabilisation en cours pour les prochains mois.

Les effets de la dépréciation de la livre sont globalement négatifs pour le PIB

Depuis le Brexit, la faiblesse de la livre a provoqué quelques effets importants sur diverses variables économiques, dont certains ne se matérialisent que depuis peu, comme l'impact global sur la croissance du pays. Si dans un premier temps la chute de la livre a pu être perçue comme favorable aux exportations britanniques et à l'ensemble de l'économie, on constate déjà que ses effets nets s'amenuisent. Plus d'un an après le vote, la dépréciation du taux de change n'a pas réellement dynamisé le commerce extérieur. Les exportations en volume n'ont en fait que très légèrement progressé et finalement, l'impact sur la balance commerciale a été pénalisé par la hausse des importations exprimées en livre sterling. Les secteurs exportateurs profitent tout de même de l'amélioration de la compétitivité de leur production, mais la consommation subit l'impact de l'inflation importée. L'anticipation d'une hausse de l'inflation avait certes provoqué une hausse des dépenses des ménages, mais la perte de pouvoir d'achat qui s'est ensuite matérialisée a pesé sur la consommation des derniers trimestres.

Globalement, le résultat est plutôt défavorable au développement du PIB au Royaume-Uni, car l'inflation importée a pénalisé la consommation sans stimuler suffisamment les exportations en volume.

La BoE précise les risques de remontée de taux

La Banque d'Angleterre pourrait bien remonter ses taux directeurs lors de sa prochaine réunion en novembre, soit pour la première fois depuis 2007. La croissance du PIB diminue, mais elle reste positive, alors que l'inflation ne montre que peu de signes de stabilisation. La BoE considère certainement que les conditions sont maintenant réunies pour mettre un terme à la politique de crise qui avait conduit à une nouvelle baisse du taux directeur au lendemain du vote sur le Brexit. Il est toutefois peu probable que cette première hausse soit rapidement suivie d'autres phases de resserrement monétaire. Il est en effet probable que la croissance ralentisse encore en 2018 et que les perspectives liées au Brexit constituent plutôt un choc de la demande provoquant un nouveau déclin de la consommation et enfin une stabilisation de l'inflation.

La prochaine hausse des taux pourrait bien être suivie d'une longue période d'inaction.

La BoE est inquiète, le consommateur aussi

Depuis le référendum de juin 2016, la confiance des consommateurs s'effondre. La consommation privée stagne (+0.1%) et enregistre ainsi sa plus faible progression depuis le 4^{ème} trimestre 2014. La prudence qui se manifestait déjà et affectait la demande de biens non essentiels ou les ventes de nouveaux véhicules par exemple, s'est renforcée. L'incertitude affecte désormais particulièrement le marché automobile. Les ventes de véhicules et les nouvelles immatriculations poursuivent leur déclin. En avril, les immatriculations avaient chuté de -19.8%, mais en comparaison annuelle, les derniers chiffres pour le mois d'août indiquent une baisse de -2.4%. Les consommateurs ajustent leur consommation à la baisse de leur pouvoir d'achat dont ils perçoivent aujourd'hui peut-être un peu plus nettement les risques de dégradation à long terme. La croissance du crédit à la consommation est toujours proche de +10% sur un an. Cette tendance est observée aussi bien dans le secteur du financement automobile que dans le segment des cartes de crédit. Cette hausse de l'endettement des ménages n'est pas souhaitée par la BoE et ne devrait pas pouvoir se poursuivre au même rythme à l'avenir. Le coût de financement du crédit ne sera d'ailleurs certainement plus aussi bas dans les prochains trimestres, ce qui accroît les risques du point de vue de la BoE. Cette dernière est toujours plus inquiète des risques liés au crédit à la consommation. Elle recommande ainsi aux banques de provisionner 10 milliards de livres supplémentaires pour faire face à une éventuelle crise. La consommation et le secteur des services avaient été des soutiens essentiels à l'évolution du PIB. Un fléchissement durable de la consommation suffirait à précipiter le PIB en récession.

A l'approche d'un Brexit effectif, une chute de la croissance ou un rebond des taux d'intérêt pourraient provoquer une crise de solvabilité.

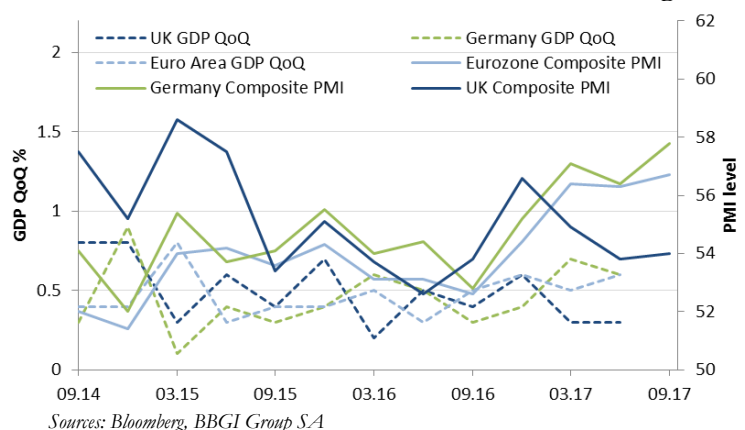
Le PIB s'effrite mais les indicateurs avancés semblent plus positifs

Le PIB du 2^{ème} trimestre confirme l'effritement déjà observé de la dynamique économique au Royaume-Uni qui semble s'installer sur un rythme trimestriel de +0.3%. La performance sur un an décline à +1.5%, ce qui conforte notre prévision d'une croissance inférieure sur l'ensemble de l'année 2017. Les exportations ont eu une contribution positive grâce à une progression de +1.7%. La consommation, en hausse de +0.2%, reste essentielle au développement du PIB, tandis que les dépenses publiques progressaient de +0.1%.

Les indicateurs avancés soutiennent aussi l'argument d'une résilience du PIB dont la croissance réduite restera positive en 2017.

En effet, les derniers indices publiés suggèrent aussi bien une croissance dans le secteur manufacturier que dans le segment des services au second semestre. Le PMI composite s'est légèrement raffermi à 54.1 en septembre et l'indice PMI manufacturier a enregistré une légère baisse (55.9). Le PMI des services semble aussi relativement résistant et se maintient à 53.6. Dans ce contexte, le taux de chômage a plutôt surpris en chutant à seulement 4.3% en juillet, un résultat conforme aux créations d'emplois (181'000) du dernier trimestre, largement plus nombreuses qu'escompté par le consensus (150'000). Il est cependant étonnant d'observer un tel développement sur le marché de l'emploi dans la situation conjoncturelle actuelle. Il est probable que cette embellie ne se poursuive pas en 2018 et qu'en conséquence des tensions inflationnistes apparaissent. La production industrielle a de son côté faibli et ne progresse plus que de +0.4%, alors que la production manufacturière enregistre une petite reprise en avançant de +1.9% en rythme annuel.

PIB et PMI trimestriels UK – Eurozone – Allemagne

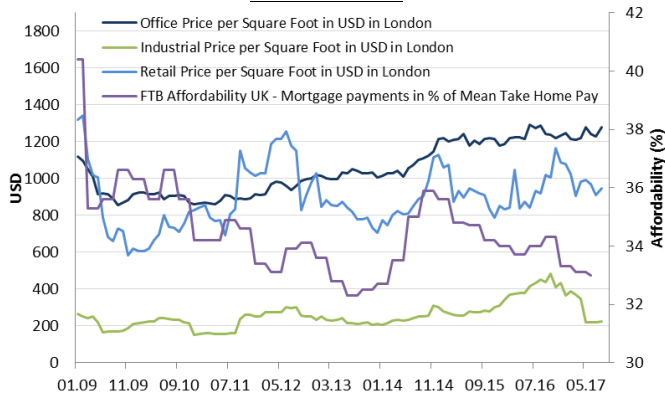


Les perspectives de croissance pour l'économie britannique sont ainsi toujours moins optimistes. La croissance des 3^{ème} et 4^{ème} trimestres pourrait encore être de +0.3% et de +1.3% sur l'ensemble de l'année.

Baisse des prix de l'immobilier à Londres

Londres n'est désormais plus une exception, comme le révèle la baisse de -0.6% des prix enregistrée sur un an en septembre, et souffre à son tour du recul des revenus réels des Britanniques (-0.4%). C'est la première fois que la capitale figure en fin de liste des performances immobilières dans le pays depuis 2005. Globalement, les prix de l'immobilier ont vu leur progression annuelle s'effondrer pour s'établir à peine à +2% en septembre selon la NBS (Nationwide Building Society).

Prix immobiliers - Indice d'accessibilité de l'immobilier



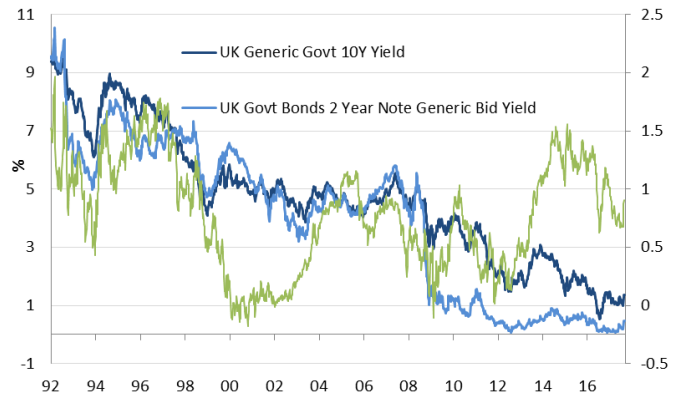
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Cette faiblesse des prix était attendue, et même si l'offre immobilière reste faible et les inventaires historiquement bas, les perspectives à court terme ne sont pas encourageantes. Pourtant, on n'observe pas encore de réelle contraction de la demande domestique, à l'image des approbations de crédits hypothécaires qui se maintiennent à un bon niveau (66.600). Nous confirmons également nos récents commentaires suggérant que la stabilisation de la livre pouvait apporter un soutien à la demande résidentielle, en raison de l'intérêt toujours présent d'investisseurs internationaux.

Le marché obligataire ne pourra pas ignorer longtemps le retour de l'inflation

L'inflation reste élevée en août (+2.9%) et semble prête à progresser au-delà de 3% malgré la stabilisation de la livre sterling et la diminution relative de l'inflation importée. Les prix du commerce de détail sont aussi en hausse de +3.1% sur la même période. Après une première hausse de +20% des prix à la production sur un an en janvier 2017, la progression s'est réduite à +7.6% en août. Nous maintenons notre prévision de progression de l'inflation au-dessus de l'objectif de la BoE de 2% au cours des prochains trimestres, et celle-ci pourrait même atteindre 4% à l'horizon 2020. Il est étonnant, dans ce contexte de hausse généralisée des prix, que les taux d'intérêt à long terme ne subissent pas plus d'ajustements des anticipations.

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans



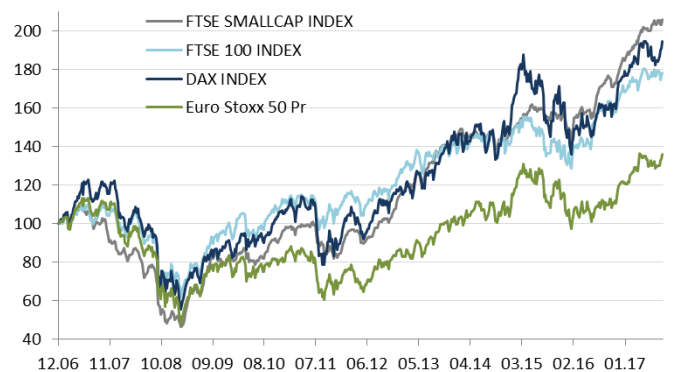
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le marché obligataire britannique devrait pourtant prochainement être plus affecté par les fondamentaux domestiques, qui pousseront les taux longs vers 1.8%.

Visibilité insuffisante pour les actions UK

A environ 14x les profits 2018, le marché britannique est légèrement plus cher que les autres marchés européens, pour un niveau de rendement un peu plus élevé (4.3%). La stabilisation de la livre a effectivement stoppé la progression des valeurs britanniques. Nous recommandons toujours la prudence à l'égard de ce marché, qui devrait certainement être pénalisé également par la mise en lumière des effets concrets possibles du Brexit sur l'économie britannique et les résultats des entreprises.

Actions UK (large – small) Eurozone - Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

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
Rue Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch