



6 juin 2017

Elections du 8 juin au Royaume-Uni : pari manqué pour May

Pari manqué pour May. Fin du « hard » Brexit ? Stabilisation de la livre. Le PIB s'effrite. L'immobilier ralentit. L'inflation poussera les taux longs. Visibilité insuffisante pour les actions.

Points clés

- Theresa May pourrait bien manquer son objectif lors des prochaines élections législatives
- Perspectives de négociations plus apaisées
- Un Brexit sans agressivité ?
- Stabilisation probable de la livre sterling
- La BoE reste attentive mais ne change pas sa politique monétaire
- La faiblesse de la consommation s'intensifie avec la baisse du pouvoir d'achat
- Le PIB s'effrite mais les indicateurs avancés semblent plus positifs
- Le marché immobilier ralentit sans surprise
- Le marché obligataire ne pourra pas ignorer longtemps le retour de l'inflation
- Visibilité insuffisante pour le marché des actions au Royaume-Uni

Theresa May pourrait bien manquer son objectif lors des prochaines élections législatives

A quelques jours des élections législatives anticipées provoquées par Theresa May, celle-ci pourrait bien perdre in extremis son coup de poker et une partie de sa crédibilité dans la foulée. Elle avait en effet finalement décidé d'organiser des élections anticipées dans l'espoir d'obtenir une plus grande légitimité en remportant une large majorité au Parlement, avant d'entamer les négociations des conditions du Brexit avec l'UE.

Son coup de poker pourrait en effet bien se transformer en un échec tout à fait inattendu. En effet, il n'y a que quelques semaines, elle pouvait pourtant être confiante, le parti conservateur était donné grand vainqueur potentiel du Labour lors de ces élections.

Elle pouvait donc espérer une confortable majorité suggérée par 20 points d'avance dans les sondages. Avant le débat télévisé qui l'opposait à Jeremy Corbyn, Theresa May était ainsi créditée d'une avance de près de 100 sièges qui a fondu à moins de 20 sièges selon certaines estimations effectuées quelques jours avant le vote et le résultat final pourrait même être plus serré que cela.

Quoi qu'il en soit, la première ministre semble avoir mené une mauvaise campagne, qui aura permis à son opposant Jeremy Corbyn de refaire son retard et de rapprocher les intentions de vote. Les enjeux du vote de jeudi seront cristallisés autour des questions du Brexit, de l'immigration, de la santé, de la protection sociale et de la sécurité, qui sera certainement un facteur sensible alors que le Royaume-Uni a été la victime de trois attaques terroristes au cours des derniers mois.

Cependant, il faut rappeler que c'est avant tout la question du Brexit qui s'imposait comme la raison principale ayant motivé les élections anticipées.

Perspectives de négociations plus apaisées

Sur ce thème, le résultat des élections ne sera sans doute pas conforme aux attentes de Theresa May qui espérait une majorité nette pour négocier un Brexit « dur ».

La montée des intentions de vote en faveur du travailliste Jeremy Corbyn, suggère au contraire qu'un nombre de plus en plus important de Britanniques souhaite peut-être un Brexit moins tranché et brutal que celui souhaité par la 1^{ère} ministre. Le leader du Labour n'a en effet pas les mêmes intentions et ne semble pas vouloir s'engager dans un bras de fer avec Bruxelles. Il s'oppose notamment à Theresa May dans l'approche des négociations estimant de son côté que l'absence d'accord serait au contraire la

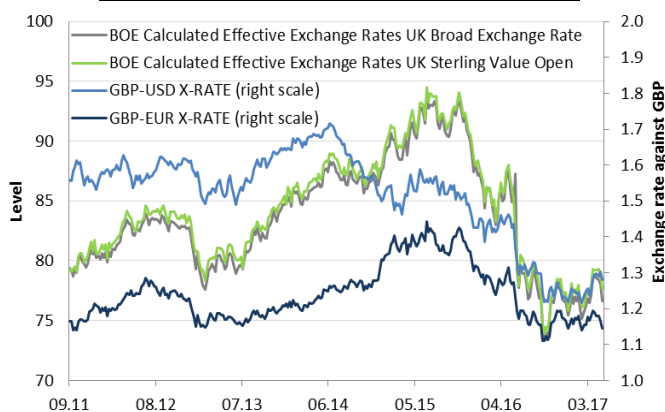
pire situation pour le Royaume-Uni. Le négociateur de l'Union Européenne, Michel Barnier, se réjouira sans doute d'un résultat plus équilibré qui apaisera peut-être le début des négociations, dont il espérait qu'elles puissent se dérouler sans agressivité. Un résultat plus équilibré devrait aussi être favorable à la livre sterling.

Theresa May est donc en passe de perdre son pari, les élections ne lui permettront certainement pas de faire taire les oppositions à sa ligne dure de négociation.

Stabilisation probable de la livre sterling

Nous relevions 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 plusieurs mois, la volatilité de la monnaie britannique a effectivement diminué contre le dollar, l'euro et le franc suisse par exemple.

Taux de change effectif et dollar - euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La décision de la BoE de conserver sa politique monétaire inchangée en mai n'a pas eu d'effet notable sur la livre sterling. Il est probable que les prochaines semaines confirment toujours la tendance en cours. Nous estimons toujours que la livre se stabilisera entre 1.10 et 1.20 contre l'euro. Nous envisageons donc plutôt une stabilisation qu'une véritable revalorisation de la livre.

La BoE reste attentive mais ne change pas sa politique monétaire

Lors de sa dernière réunion, la BoE a une nouvelle fois maintenu sa politique monétaire inchangée en laissant son taux directeur (repo) à 0.25% et le montant de son programme d'achats d'actifs à 435 milliards de livres sterling pour les obligations gouvernementales et 10

milliards pour les obligations d'entreprises. La chute de la livre a relancé les pressions inflationnistes, les prix à l'importation ont progressé et les performances économiques du pays faiblissent, ce qui rend la tâche de la BoE toujours plus complexe. Le statu quo semble avoir les faveurs des membres du comité de la banque centrale malgré la reprise de l'inflation. A terme, la BoE devrait tout de même envisager une hausse des taux directeurs. Pour l'instant, c'est plutôt les remarques faites par le gouverneur de l'institution qui inquiètent le secteur bancaire. En effet, celui-ci intervient en suggérant qu'il pourrait exiger que les 140 banques européennes opérant dans la City au travers de succursales les transforment en filiales. Selon une étude récente, cette nouvelle obligation de renforcement des fonds propres pourrait impliquer 40 milliards d'euros de nouveaux engagements. Une menace qui risque potentiellement d'avoir des effets désastreux.

La faiblesse de la consommation s'intensifie avec la baisse du pouvoir d'achat

Depuis le référendum de juin 2016, la confiance des consommateurs est en berne et peine à s'améliorer. La consommation privée n'a progressé que de +0.2% au premier trimestre, enregistrant ainsi sa plus faible progression depuis le 4^{ème} trimestre 2014. Selon les dernières indications du PIB pour le 1^{er} trimestre, les premières contractions déjà observées en début d'année dans le secteur du commerce de détail depuis 2011 se sont donc accrues avec la baisse du pouvoir d'achat des ménages. 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. En avril, les immatriculations de nouveaux véhicules ont ainsi chuté de -19.8%. Les consommateurs commencent sans doute à percevoir les effets d'une hausse de l'inflation déjà sensible (+2.7%), alors que les salaires nominaux ne progressent plus. La chute de la livre de près de -20% a déjà nettement affecté leur pouvoir d'achat et les risques d'une poursuite de sa dégradation au cours des prochaines années sont élevés. En effet, selon les résultats des négociations des conditions du Brexit, il est probable que les importations européennes deviennent toujours plus coûteuses en raison de possibles taxes d'importation. L'inflation sera donc certainement supérieure à l'objectif de la BoE de 2% au cours des prochains trimestres, et de 4% à l'horizon 2020, ce qui ne manquera pas d'effriter encore un peu plus le revenu disponible des ménages. La croissance du crédit à la consommation reste élevée (+10.3% sur un an) alors que le ratio d'épargne a sans doute poursuivi son déclin important observé en 2016. Cette hausse de l'endettement des ménages permettra peut-être de compenser la perte de pouvoir d'achat et de soutenir le niveau de la consommation, mais à terme, cela constitue un risque que la BoE prendra certainement en considération. Pour le moment, le coût

de financement du crédit reste bas, ce qui réduit en partie ce risque, mais les chiffres publiés par la FLA (Finance & Leasing Association) indiquent que 87% des ventes de véhicule depuis un an ont été financées par le crédit, soit près de deux fois plus qu'en 2007 (47%), soulignant de ce fait la fragilité du secteur. La consommation et le secteur des services, qui avaient été des soutiens essentiels à l'évolution du PIB, sont maintenant en perte de vitesse. Les risques s'accroissent de facto de voir le PIB décliner en cas de fléchissement durable de la consommation.

Les élections anticipées ne permettront certainement pas de voir plus clair dans la stratégie de négociation du gouvernement actuel si l'on considère que le pari de la 1^{ère} ministre Theresa May d'obtenir à cette occasion une plus large majorité, semble, à 2 jours du scrutin, de plus en plus incertain.

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

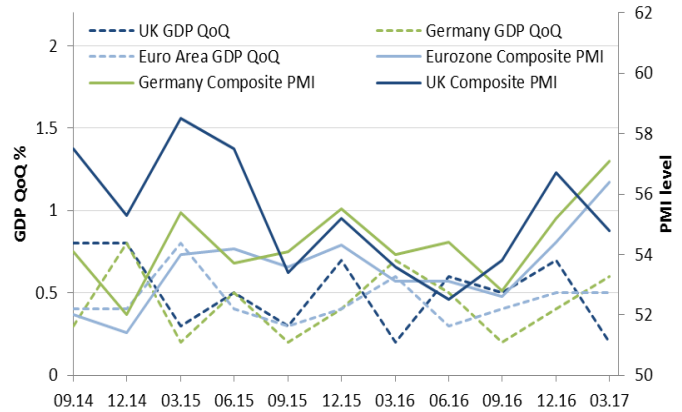
Le PIB du 1^{er} trimestre confirme l'effritement déjà observé de la dynamique économique au Royaume-Uni qui décline brutalement d'un taux de croissance de +0.7% au 4^{ème} trimestre à seulement +0.2% en ce début d'année 2017. La performance sur un an s'affiche encore à +2%, mais elle devrait certainement décliner à moins de +1.5% sur l'ensemble de l'année 2017, malgré l'optimisme toujours affiché par la Banque d'Angleterre qui réduit néanmoins à 1.9% sa prévision de croissance pour l'année.

Mais les indicateurs avancés continuent pourtant de pointer vers un meilleur second trimestre à l'image de l'indice PMI manufacturier d'avril en rebond de 54.2 à 57.3.

Le PMI des services semble aussi relativement positif en progression de 55 à 55.8, ce qui permet au PMI Composite de s'afficher en hausse de 54.9 à 56.2. L'économie britannique a donc fléchi au 1^{er} trimestre mais une chute plus nette de l'activité semble pour l'instant encore écartée. Le taux de chômage (4.7%) n'est pas encore impacté par cet affaïssement conjoncturel, alors que la production industrielle et la construction subissent leur troisième mois consécutif de contraction.

Les exportations marquent aussi le pas (-1.6%) malgré la chute de la livre sterling. Les dépenses publiques (+0.8%) ont contribué favorablement au PIB en enregistrant leur plus forte progression depuis juin 2015.

PIB et PMI trimestriels UK – Eurozone – Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

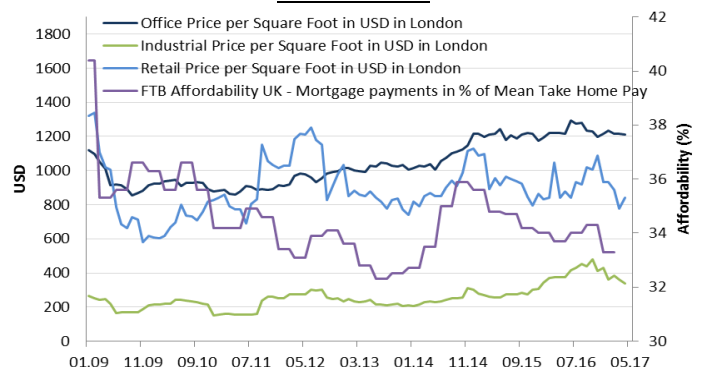
Les dépenses d'investissement ont aussi soutenu le PIB grâce à une progression de +0.6% après un déclin de -0.9% au trimestre précédent. Cette contribution devrait rester volatile pendant la période de négociation du Brexit, nous n'attendons pas un solide soutien des investissements ces prochains trimestres.

Les perspectives de croissance pour l'économie britannique sont ainsi moins optimistes. La croissance du 2^{ème} trimestre pourrait être de +0.3% et de +1.5% sur l'ensemble de l'année.

Le marché immobilier ralentit sans surprise

Les prix de l'immobilier mesurés par Halifax subissent en avril une légère baisse de -0.1% qui fait suite à la correction déjà observée au cours des trois précédents mois (-0.2%). La progression sur un an est désormais réduite de +9% en avril 2016 à +3.8% en avril 2017.

Prix immobiliers - Indice d'accessibilité de l'immobilier



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La récente faiblesse des prix n'est pourtant plus une surprise, la plupart des mesures et statistiques du secteur pointaient en effet vers un ralentissement depuis plusieurs mois. Après la forte progression des dernières années, le marché souffre donc aujourd'hui de plusieurs facteurs

défavorables. Mais l'offre immobilière reste faible et les inventaires en mains des courtiers s'affichent toujours à un niveau historiquement bas en raison du déséquilibre permanent entre l'offre et la demande.

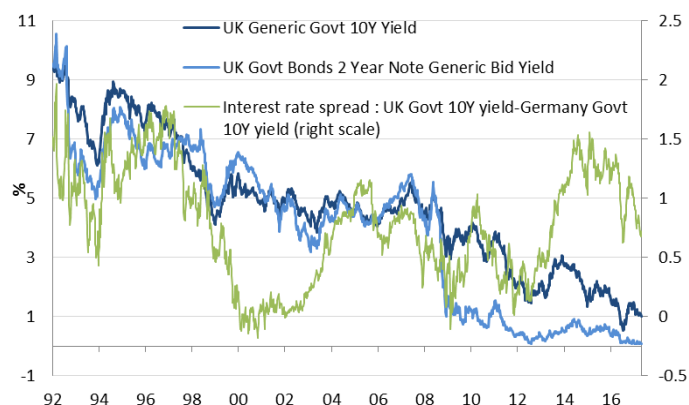
La résistance du segment immobilier résidentiel s'accompagne d'une légère amélioration du sentiment sur l'évolution future des prix. Le secteur immobilier, qui avait beaucoup à perdre des effets attendus du Brexit, résiste dans le segment résidentiel. L'évolution des approbations de financements hypothécaires reste dans la moyenne des quatre dernières années. La stabilisation après la chute de la livre pourrait apporter un soutien à la demande résidentielle, car de nombreux investisseurs privés internationaux pourraient aussi être tentés par cette opportunité et par la persistance de taux de financement avantageux.

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

L'inflation a fait un retour marqué au Royaume-Uni en raison essentiellement de la chute de la livre qui a provoqué une hausse de l'inflation importée. L'indice des prix importés a en effet progressé de +10% depuis le référendum sur le Brexit. Du côté des prix à la production, la hausse sur un an est de +16.6% (avril), alors que l'indice de prix à la consommation (CPI) avance de +2.7% et enregistre sa plus forte progression depuis juillet 2013. Les négociations avec l'UE sur les conditions du retrait du Royaume-Uni auront des répercussions diverses et notamment sur le coût des importations britanniques. L'inflation sera donc certainement supérieure à l'objectif de la BoE de 2% au cours des prochains trimestres, et pourrait même atteindre 4% à l'horizon 2020.

Pourtant, malgré la hausse généralisée des prix qui s'est déjà enclenchée, les taux d'intérêt ont plutôt suivi l'évolution des taux sur les marchés internationaux. Si les taux à dix ans ont d'abord rebondi fortement de leurs plus bas enregistrés à la mi-août, de 0.5% à 1.5%, ils ont donc depuis rebaisé à 1%. Le marché obligataire britannique devant pourtant prochainement être plus affecté par les fondamentaux domestiques, ses perspectives nous semblent peu favorables.

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans

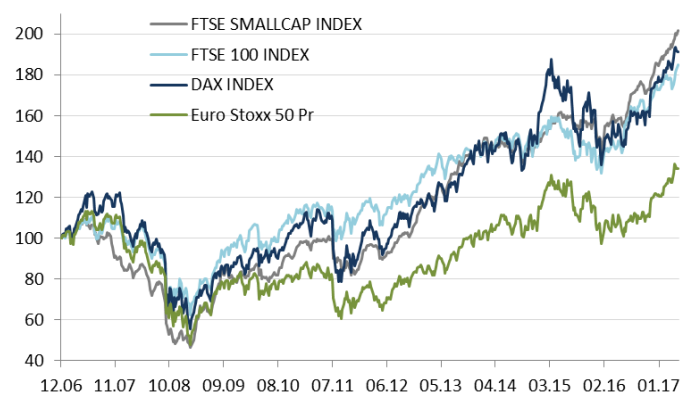


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Visibilité insuffisante pour les actions UK

A environ 14x les profits 2017, le marché britannique se traite maintenant sur les mêmes bases de valorisation que la plupart des marchés européens, pour un niveau de rendement légèrement supérieur (3.8%). La stabilisation de la livre devrait pourtant freiner la progression des valeurs britanniques. Nous recommandons 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 Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch