



Un Brexit changerait-t-il fortement la situation du Royaume-Uni ?

Hausse de +0.5% du PIB au T4. La consommation reste solidement en hausse de +0.7%. L'investissement décline. L'incertitude avance et la livre plonge dans l'attente du référendum.

Points clés

- Croissance de +0.5% du PIB au T4, +2.2% en 2015
- Consommation des ménages solide (+0.7%)
- Le PMI des services reste bien orienté
- Baisse des investissements et des exportations
- Hausse des prix de l'immobilier et de la demande à des fins de location +71% (nouvelle taxe 3%)
- Taux de chômage à 5.1%, proche du plein emploi
- La progression des salaires atteint +2%
- La BOE gagne du temps
- Nouveau record à la baisse sur les taux longs
- Livre sterling chahutée par les risques de Brexit
- Effets limités d'un éventuel Brexit
- Rendement du dividende de 4.7%, PE 2017 13x
- Arbitrage entre obligations et actions

Hausse du PIB du Royaume-Uni de +0.5% au 4^{ème} trimestre

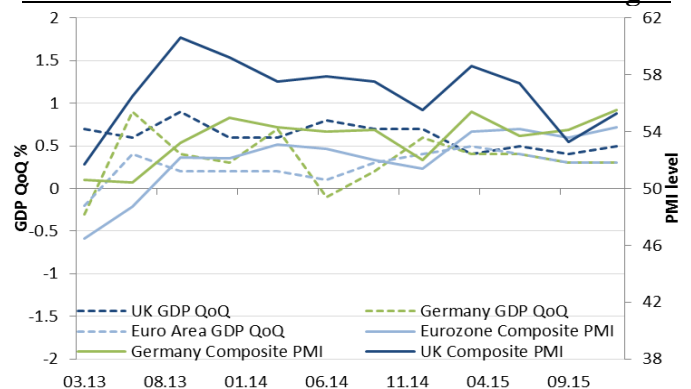
La croissance du PIB réel du Royaume-Uni au 4^{ème} trimestre s'est stabilisée sur un rythme de croissance un peu plus modéré de +0.5%, pour une progression annuelle de +2.2%. Ce développement est un peu inférieur aux estimations faites dans le courant du deuxième semestre. En base annuelle, la décélération est ainsi sensible, puisque la croissance 2014 était de +3.4% et que l'accélération attendue pour la fin de l'année ne s'est pas concrétisée.

Le PIB du Royaume-Uni enregistre ainsi tout de même sa douzième hausse trimestrielle consécutive grâce à une excellente tenue des dépenses de consommation. Il affiche ainsi toujours une meilleure santé économique que l'Allemagne ou la France, qui enregistrent toutes deux un tassement de leur dynamique de croissance en fin d'année.

L'économie du Royaume-Uni peut donc compter sur une consommation des ménages (+0.7%) particulièrement solide. Il n'est toutefois pas certain dans le contexte des prochains mois, caractérisé par un retour des incertitudes, que le sentiment des ménages soit suffisamment optimiste pour maintenir une demande soutenue. Du côté des services, qui restent de loin le plus important secteur de l'économie, la croissance est encore au rendez-vous (+0.7%) et les risques d'affaiblissement semblent limités. L'indice PMI des services reste toujours bien orienté à la fin janvier (55.6), mais il ne suggère pas d'accélération de la dynamique actuelle. L'investissement chutait de -2.1% et les exportations n'apportaient pas de contribution positive (-0.1%). La correction de la livre contre euro de -11% depuis le 30 novembre améliore toutefois la compétitivité des exportations du Royaume-Uni vers la zone euro. Il en va de même de la correction de -13% observée contre le dollar au cours des six derniers mois. Ce regain de compétitivité pourrait provoquer une surprise positive en cas d'affaiblissement de la consommation au premier semestre 2016.

La performance de l'économie du Royaume-Uni sur un an (+2.2%) est donc sensiblement meilleure que celles de la Hollande (+1.6%), de l'Allemagne (+2.1%), de la France (+1.3%) et de l'Italie (+1.1%) par exemple.

PIB et PMI trimestriels UK – Eurozone - Allemagne

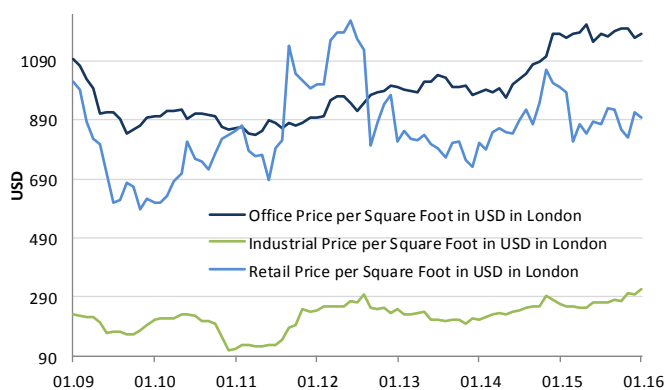


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Prix de l'immobilier toujours soutenus

La croissance des prêts immobiliers a encore été solide ces derniers mois. Elle progresse même de +38% sur un an en janvier en anticipation certainement d'une nouvelle taxe de +3% qui devrait être introduite en avril 2016 et toucher les propriétés secondaires ou habitations destinées à la location. Le nombre de maisons acquises en janvier par des investisseurs-loueurs a en effet bondi de +71%. Les propriétaires immobiliers ont aussi été particulièrement actifs pour profiter des taux d'intérêt bas comme le suggère la hausse de +42% des refinancements. L'indicateur PMI de la construction a pourtant décliné de 60 à 55.

Prix immobiliers



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Dans un tel contexte, il n'est pas étonnant d'observer une poursuite des tensions sur les prix de l'immobilier (+10.4% sur un an) et une accélération également dans les prêts hypothécaires. Les acheteurs résidentiels sont plus fortement en compétition avec les acheteurs loueurs, ce qui maintient une demande solide malgré une hausse de l'offre.

Le FPC (Financial Policy Committee) de la BOE (Bank of England) reste toujours très attentif à la « trop » bonne tenue du secteur immobilier. Il considère en effet qu'une hausse trop importante des prix de l'immobilier et de l'endettement des ménages peut faire peser une menace sur la stabilité financière. Mais la BOE n'est sans doute pas prête à remettre en question ou à freiner cette tendance, tant elle apparaît comme un pilier de la reprise actuelle de l'économie. L'effet de richesse induit par la hausse des valeurs de l'immobilier n'est en effet pas étranger à la confiance des ménages et de leur propension à consommer ou à investir.

L'emploi et les salaires progressent

Le marché de l'emploi a suivi le même chemin que celui observé aux Etats-Unis au cours des sept dernières années et le taux de chômage se situe désormais à 5.1%, soit à nouveau à un niveau similaire à celui observé à

l'émergence de la crise financière en 2008. Le niveau actuel du taux de chômage, qui avait bondi de 5.5% à 8.5% au plus fort de la crise en 2011 est désormais revenu à un niveau proche du plein emploi, qui avait coïncidé avec une reprise de l'inflation.

Le marché de l'emploi reste donc très bien orienté et particulièrement dynamique, même si les créations d'emploi en décembre (205'000) ont été un peu en-dessous de celles de novembre. La progression des salaires avait aussi été impressionnante jusqu'en août, elle marque un peu le pas depuis, mais montre toujours une hausse de +2% sur un an. La tendance s'était renversée dès juin 2014 et s'est stabilisée au 4^{ème} trimestre.

Création d'emploi et progression des salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les tensions dans le marché de l'emploi sont donc un peu moins présentes depuis quelques semaines, mais une nouvelle accélération de la hausse des salaires dans les prochains mois n'est pas à exclure. Ce développement est toutefois clairement lié à une reprise de la dynamique conjoncturelle en cours. Si celle-ci se maintient, alors les pressions salariales au Royaume-Uni devraient rapidement se renforcer pour développer quelques effets sur la consommation et sur l'inflation.

La consommation reste un moteur important de la croissance

Les ventes de détail en volumes ont bondi de +2.3% en janvier, enregistrant ainsi leur plus forte hausse depuis deux ans. La surprise a été totale pour la plupart des analystes, les ventes de janvier ont en effet totalement effacé les baisses observées en décembre. Sur un an, les ventes de détail ont progressé de +5.2%. Cet excellent résultat de janvier aura certainement un impact important sur le développement du PIB du 1^{er} trimestre. Un taux de chômage au plus bas, la chute des cours du brut, la progression du revenu disponible et un niveau de confiance des consommateurs élevé soutiendra la demande en 2016.

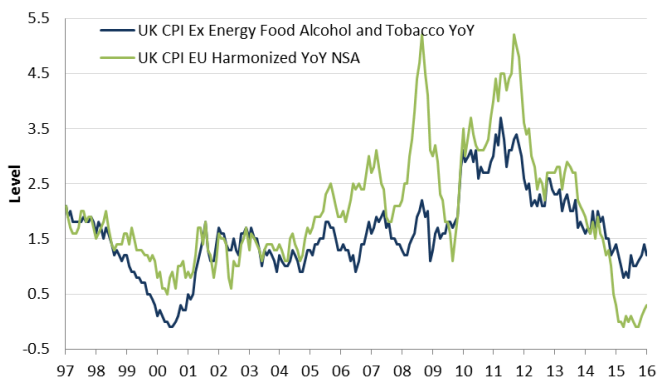
La BOE gagne du temps

La BOE reste attentive aux développements dans le marché immobilier et dans celui du travail et peut repousser pour l'instant la phase de normalisation des taux. En effet, à court terme le léger tassement conjoncturel lui permet de tempérer son appréciation des risques de tensions sur les salaires. Les risques de hausse de l'inflation pour des raisons domestiques semblent pour l'instant plutôt diminuer et à moins d'une faiblesse durable de la livre et d'une hausse rapide des cours du brut, les tensions externes resteront insuffisantes pour pousser la BOE à agir. Elle devrait garder sa politique monétaire inchangée le 17 mars prochain et conserver un taux d'escompte historiquement bas à 0.5% pour quelque temps encore. Pour l'heure, les membres du MPC (Monetary Policy Committee) sont encore très largement unis autour de la stratégie de statu quo, aussi longtemps que les pressions salariales et que l'inflation ne gagnent pas en vigueur. Compte tenu du niveau toujours très bas de l'inflation, la politique monétaire pourrait ne pas subir de modification au 1^{er} semestre 2016.

Absence de pression inflationniste et ralentissement conjoncturel poussent les taux à leur plus bas niveau historique

L'inflation sous-jacente se stabilise en hausse de +1.2% sur un an alors que le CPI reste très légèrement positif (+0.3%). Malgré la baisse de la livre des derniers mois, les prix importés ne progressent pas et les perspectives inflationnistes semblent au point mort. Les taux à dix ans du gouvernement britannique ont largement bénéficié du climat boursier morose du début d'année et ont encore pu glisser de 2.0% à 1.25%. Les taux à dix ans enregistrent des nouveaux records historiques en descendant en-dessous de leur plancher de janvier 2015.

Inflation CPI

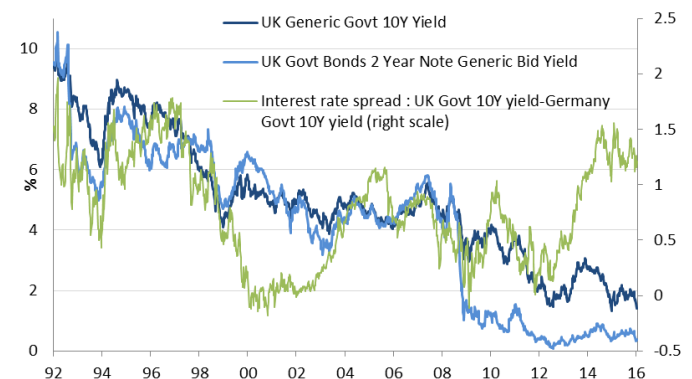


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En l'absence d'une surprise de taille provoquant une hausse brutale des indices de prix, nous estimons

toujours probable de voir les taux longs se stabiliser entre 1.5% et 2% dans les prochains mois.

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans

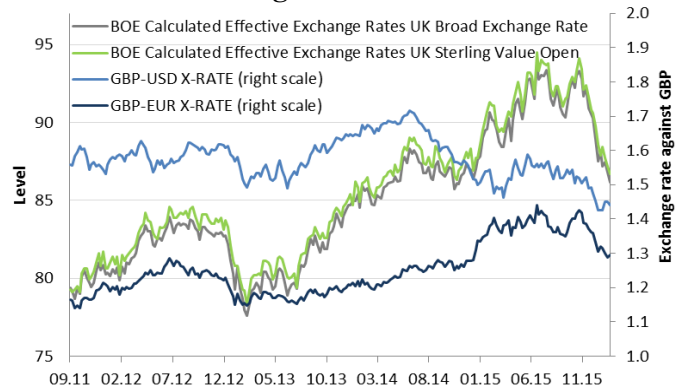


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les risques de Brexit affectent la livre sterling

La monnaie britannique aurait dû profiter de facteurs fondamentaux et économiques relatifs positifs, mais la baisse des taux d'intérêt de ces dernières semaines a en fait provoqué une contraction presque linéaire des rendements en livres, en euros, mais aussi en francs suisses et en dollars. Le différentiel de taux longs est donc resté relativement stable et sans effet majeur sur la devise britannique.

Taux de change effectif et dollar - euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les négociations menées entre le Royaume-Uni et ses partenaires de l'Union européenne ont par contre très certainement et fortement pesé sur la stabilité de la livre. La perspective d'un référendum le 23 juin avait ainsi contribué à la baisse de -11% contre euro et de -13% contre le dollar ces derniers mois. S'il est vrai qu'à ce jour il est encore difficile de déterminer si le Royaume-Uni restera à l'issue de ce référendum au sein de l'Union, nous pensons toutefois que le taux de change pourrait maintenant plutôt s'apprécier entre 1.30 et 1.35 euro et retrouver un niveau moyen de 1.45-1.50 contre dollar. La force récente du franc suisse devrait aussi laisser place à un rebond de la livre entre 1.45 et 1.50.

Effets limités d'un éventuel Brexit

Au-delà des questions politiques et des éventuels risques de revanche de l'Union européenne en cas de vote favorable au Brexit, il nous semble important de relever que le particularisme britannique actuel est déjà très affirmé sur de nombreux aspects. Une sortie du Royaume-Uni de l'Union n'aurait ainsi pas du tout les mêmes effets que pour un autre pays membre de la zone euro.

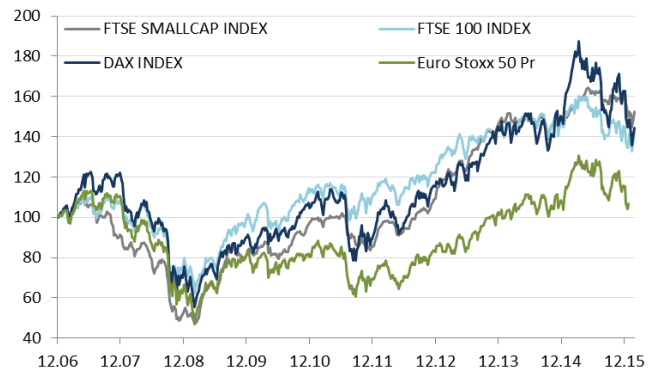
En effet, relevons tout d'abord que le Royaume-Uni dispose toujours de sa propre monnaie, pouvant fluctuer et permettre des ajustements indispensables à la relance de l'économie. Mais il dispose aussi évidemment d'une politique monétaire totalement indépendante et autonome. La politique de taux bas s'est ainsi mise en place beaucoup plus vite que dans la zone euro, avec des effets sur la dynamique économique plus rapides et efficaces. Un Brexit n'aurait pas d'effet spécifique sur la capacité de réaction de la BOE en particulier. Ensuite, l'austérité budgétaire, appliquée avec un dogmatisme peut-être nécessaire par les membres de la zone euro, n'a pas été suivie de la même manière au Royaume-Uni, qui n'est pas soumis aux règles budgétaires des pays ayant adopté l'euro. Le déficit public britannique peut être piloté différemment et peut ainsi parfois contribuer à la stabilisation de la croissance économique par une action anti-cyclique. Un Brexit n'aurait pas réellement d'impact sur cette capacité d'action, elle serait éventuellement accrue par une indépendance politique supérieure. La structure de l'économie du Royaume-Uni est aussi moins industrielle et plus dépendante de son secteur des services et notamment financiers. Le poids du secteur manufacturier par rapport au PIB y est relativement faible (8.5%) en comparaison à celui de la zone euro (14.5%). Une sortie de l'Union européenne ne devrait pas affecter massivement le secteur financier pourtant très exportateur de services dans la zone euro en raison de sa spécialisation et de sa compétitivité. Le secteur financier/bancaire britannique nous semble plus réactif à l'apparition de risques systémiques notamment et ne perdra pas de capacité d'action en cas de Brexit. En ce qui concerne le marché de l'emploi, c'est étonnamment l'un des facteurs de distinction le plus important en raison de sa flexibilité très supérieure à celle de la plupart des marchés de l'Union.

D'un point de vue structurel il a donc déjà une marge de manœuvre exploitable, qui serait peut-être élargie en cas de Brexit. Il n'est cependant pas certain que cette capacité d'action puisse développer un effet majeur sur l'économie britannique. Les inquiétudes relevées par de nombreux investisseurs sur les effets néfastes possibles d'un Brexit sur l'économie britannique sont donc sans doute très exagérées. Le Royaume-Uni bénéficie déjà d'une indépendance très importante sur de nombreux plans et d'un particularisme affirmé. Un Brexit n'aurait donc sans doute pas les effets redoutés sur les exportations britanniques en zone euro.

Arbitrer entre obligations et actions

Le marché britannique se traite à nouveau à 13x les bénéfices de l'année 2017 et dispose toujours de l'un des meilleurs rendements des dividendes des marchés développés (4.7%). La hausse récente des obligations a porté les taux longs à 1.3%, mais nous estimons que les perspectives économiques pour le Royaume-Uni ne seront pas sensiblement affectées par l'incertitude liée au Brexit.

Actions UK (large – small) Eurozone - Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

L'économie britannique conserve un certain leadership en Europe et devrait rester sur un rythme de croissance supérieur +2.2% en 2016. Les risques de Brexit sont probablement déjà en partie escomptés.

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