



30 septembre 2016

## May lancera la procédure de divorce avec l'UE en mars 2017

**Du temps pour négocier. Transition en douceur et risques de « Hard Brexit ». Options politiques réduites. La confiance revient et la conjoncture résiste. Mais le FTSE 100 s'essouffle.**

### Points clés

- La Première ministre Theresa May annonce le début de la procédure de divorce pour mars 2017
- Une transition en douceur est-elle possible ?
- Un divorce sous les feux des projecteurs avec une question : « Hard or soft Brexit ? »
- Options politiques réduites
- La BoE semble sereine pour le moment
- Conjoncture résistante grâce aux consommateurs
- La confiance revient rapidement
- Le secteur manufacturier a le vent en poupe
- Financer les déficits britanniques
- L'immobilier résidentiel résiste, les prix montent
- L'euphorie obligataire est temporaire
- L'inflation importée bondit de +7%
- Le FTSE100 ne bénéficiera plus de la baisse de la livre sterling

### La Première ministre Theresa May annonce le début de la procédure de divorce pour mars 2017

Trois mois après le vote historique des Britanniques, la Première ministre du Royaume-Uni annonce la date de la première étape du divorce à négocier avec l'Union européenne.

Elle s'adresse aux britanniques en soulignant l'indépendance et la souveraineté retrouvées, après avoir subi l'autorité de l'UE depuis 1972, date du European Communities Act, qui devra être abrogé.

Le gouvernement britannique prendra son temps pour préparer une nouvelle législation permettant de mettre fin à l'acte d'adhésion à l'UE.

Bien entendu, elle affirme vouloir obtenir le meilleur accord possible pour opérer une transition

en douceur. Tant du côté de l'UE, que de la part des partisans du Brexit, les attentes étaient vives de voir le déclenchement de l'article 50 annoncé dans les meilleurs délais. Tout d'abord espérée pour la rentrée de septembre, cette étape n'interviendra finalement probablement pas avant le 1<sup>er</sup> ou peut-être même le 2<sup>ème</sup> trimestre 2017. Le Royaume-Uni aura encore deux ans pour négocier les termes de sa sortie. Un délai supplémentaire de négociation pourrait ensuite être accordé, mais serait à définir d'entente avec l'Union européenne.

Le printemps européen risque donc d'être animé avec le début des négociations du Brexit dans un climat d'élections présidentielles en France et avant les élections allemandes. Theresa May a donc répondu à l'impatience des votants en précisant une date probable, finalement assez éloignée du vote de juin. Les bénéficiaires de l'intégration européenne n'apparaissent plus comme une évidence aux Britanniques, qui estimaient que leur situation s'était plutôt dégradée au cours de la dernière décennie et qui avaient ainsi voté en faveur du Brexit. Peu importait d'ailleurs que le PIB du Royaume-Uni ait enregistré de meilleurs résultats économiques que celui de la zone euro ces dernières années, notamment grâce à une baisse du chômage et une hausse de la consommation. Une première incertitude est ainsi levée, les impatients seront donc certainement satisfaits d'avoir obtenu une réponse à la question du « timing ».

Désormais, cette page étant écrite, les nouvelles interrogations vont vite se porter sur les conditions de la sortie du Royaume-Uni de l'UE. Les incertitudes vont donc rester nombreuses et elles ne seront pas rapidement levées.

Difficile d'affirmer aujourd'hui si l'on assistera à une sortie brutale ou à un divorce à l'amiable entre des partenaires historiques depuis près de 45 ans.

## Un divorce sous les feux des projecteurs avec une question : « Hard or soft Brexit ? »

Le milieu des affaires ne cesse en effet de relever qu'il est essentiel de pouvoir obtenir le plus rapidement possible une meilleure visibilité sur la situation future des relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Mais au-delà de la visibilité, ce sont les conditions du divorce qui préoccupent à juste titre les milieux économiques. La Première ministre devra élaborer une stratégie subtile consistant à répondre aux attentes des votants du Brexit tout en tentant d'assurer le milieu des affaires que le divorce sera prononcé sans effets majeurs et déstabilisants pour l'économie britannique, 3<sup>ème</sup> économie de l'Union. Elle risque pourtant de s'isoler de la 2<sup>ème</sup> puissance économique globale, représentant près d'un quart du PIB mondial. De leur côté, les représentants de l'économie plaident donc pour le moins de changements possibles sur le plan réglementaire et dans leurs relations commerciales avec l'Union européenne. Mais ils veulent surtout pouvoir savoir le plus rapidement possible quelles seront les futures conditions de leur survie et de leur développement. La question de la gestion de l'immigration a été décisive dans la victoire du Brexit, elle restera donc centrale dans la manière dont Theresa May abordera les négociations avec l'UE.

### Options politiques réduites

On pourrait donc assister à une intensification des pressions poussant à un contrôle plus strict de l'immigration au prix d'un abandon de l'accès au marché unique. En annonçant l'élaboration d'une loi qui convertirait les lois de l'Union européenne dans la législation britannique, elle s'adresse aux entreprises inquiètes des risques de « vide juridique » en tentant de les rassurer. Mais au-delà d'un effet d'annonce, les risques d'un « Hard Brexit » ne peuvent en réalité pas être négligés. Car trois mois après la votation, aucune stratégie ne semble être réellement établie par le gouvernement britannique, qui ne sait pas encore dans quelle direction entamer des négociations. Nous l'évoquions déjà en juin, les options politiques en cas de Brexit ne sont en fait pas si nombreuses pour les négociateurs britanniques. Les modèles existant à ce jour ne seront sans doute pas optimaux. D'un côté, le modèle norvégien, dans lequel les membres de l'EFTA contribuent au budget de l'UE et sont tenus par les règles de libre circulation des personnes. De l'autre, le modèle suisse des accords bilatéraux qui exclut le secteur financier. Une voie spécifique et sans doute complexe devra donc être imaginée, alors que le camp du Brexit veut s'affranchir d'une contribution budgétaire et des règles sur la libre circulation.

Du point de vue de l'UE, l'objectif est clairement de ne pas créer un précédent trop favorable pour susciter de nouvelles vocations d'indépendance de la part d'autres Etats membres.

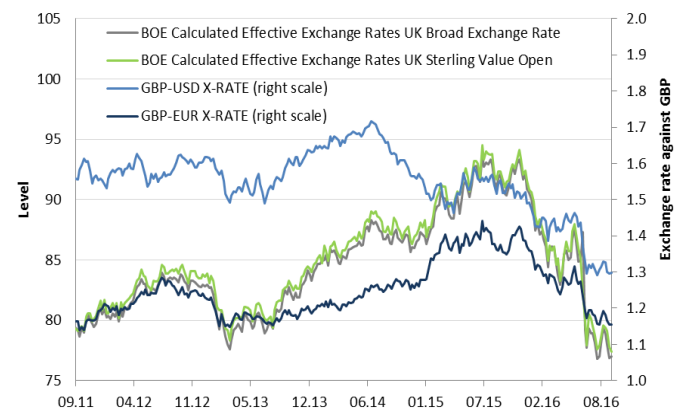
### La BoE semble sereine... pour le moment

Pas de changement à noter en septembre, la BoE avait agi en août en annonçant un plan de relance d'envergure, qui visait à rassurer les chefs d'entreprise et les ménages, inquiets des conséquences possibles du Brexit. La banque centrale avait retenu son action dans un premier temps, sans doute pour éviter de donner le sentiment d'une action précipitée. Depuis le Brexit, la BoE a donc abaissé son taux directeur de 0.5% à 0.25% pour renforcer la capacité de financement des ménages et des entreprises. Elle a également introduit un programme de financement des banques plus compétitif pour faciliter la transmission de sa politique. Son programme de rachat d'actifs a été augmenté pour permettre de nouvelles injections monétaires. La BoE a donc agi sans précipitation et a semblé apporter les solutions attendues par les observateurs pour renforcer la confiance. Elle devrait maintenir le statu quo pour la fin de l'année, en particulier si la situation conjoncturelle montre une résilience suffisante ces prochains mois. La livre sterling s'est stabilisée après sa chute du mois de juin sur ses niveaux bas contre les principales devises. Il est possible que la devise britannique ait déjà atteint un niveau de valorisation lui permettant d'envisager une consolidation durable dans l'attente d'une plus grande visibilité sur les perspectives économiques du pays.

**La chute de la livre devrait être le plus important facteur de soutien à la croissance du PIB au second semestre.**

**L'amélioration de la compétitivité des exportations a rapidement produit des effets positifs sur le secteur manufacturier en nette progression.**

### Taux de change effectif et dollar - euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

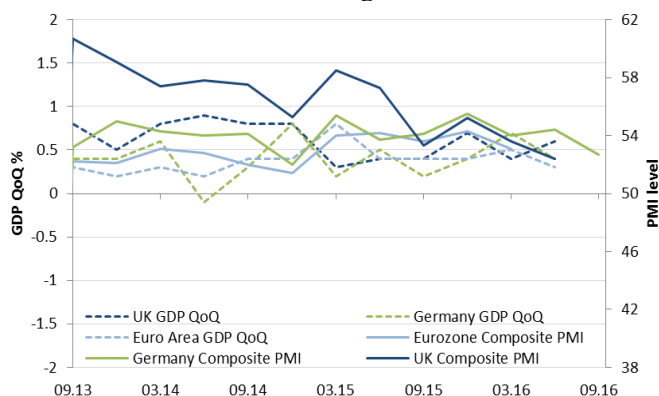
## Conjoncture résistante grâce au consommateur

Le consommateur britannique et le secteur manufacturier soutiennent la croissance du PIB. La confiance est revenue et la consommation se tient bien. La confiance des entreprises et des ménages s'est améliorée depuis le vote de juin. L'indice de confiance des ménages pour le mois de septembre a regagné le terrain perdu après l'annonce du Brexit et se situe même à son deuxième niveau le plus élevé de l'année 2016. Les salaires continuent de progresser plus rapidement que le niveau des prix, ce qui permet une hausse du pouvoir d'achat, alors même que les taux baissent et que le taux de chômage recule. Du côté des entreprises, les dirigeants sont un peu plus optimistes, le baromètre publié par Lloyds Bank a bondi de 8 points et se situe à son plus haut niveau après le Brexit.

**Les premiers effets du Brexit se sont déjà fait sentir sur le secteur manufacturier britannique. La chute de la livre sterling a dopé les exportations.**

L'indice PMI manufacturier du mois d'août a bondi de 53.4 à 55.4, ce qui représente le niveau le plus élevé depuis 2014. En septembre, les commandes destinées aux exportations ont bondi, nuanciant partiellement les craintes d'un effondrement de l'activité économique. Ce secteur reste cependant un faible contributeur (10%) au PIB global. La corrélation avec l'indice des services est élevée, celui-ci devrait donc confirmer les bons résultats de l'indice manufacturier.

### PIB et PMI trimestriels UK – Eurozone - Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le consommateur britannique consomme et n'hésite d'ailleurs pas à financer ses achats par le crédit malgré les incertitudes. Les crédits à la consommation ont en effet progressé de +10.3% sur douze mois en août, ce qui suggère un renforcement de la consommation au 3<sup>ème</sup> trimestre, un facteur déterminant pour les anticipations de croissance économique après le Brexit.

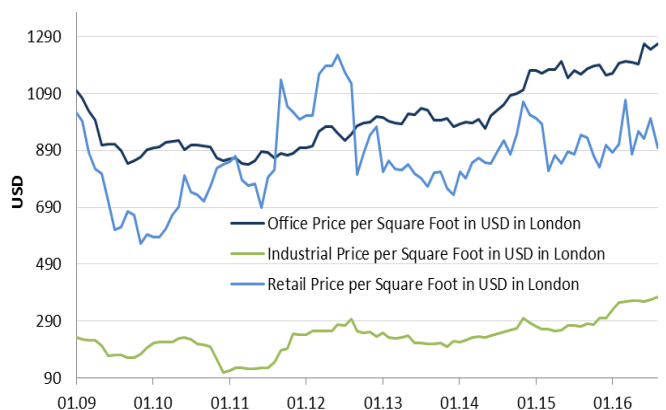
## Financement des déficits britanniques

Le Royaume-Uni dépend des investissements étrangers pour financer son double déficit fiscal et courant. Le déficit des comptes courants est le plus élevé des pays du G7 et son déficit budgétaire est également l'un des plus importants. Les flux de capitaux ont été élevés ces dernières années et ont permis de financer ces déficits. Des perspectives négatives pour la livre devraient être compensées par des rendements plus élevés pour justifier la prise de risque. La chute des rendements et la politique de la BoE ne vont pour l'instant pas dans cette direction. Il n'est de loin pas certain qu'un Brexit crée les conditions favorables au maintien à un niveau élevé des investissements étrangers au Royaume-Uni, rendant alors plus difficile le financement de ces déficits. Sur le plan commercial, le Royaume-Uni enregistre un déficit avec de nombreux pays de l'UE. Pour l'instant, la balance commerciale profite du regain de compétitivité du secteur manufacturier. A terme, si le Royaume-Uni perd l'accès au marché unique, c'est une part importante de son commerce qui pourrait en être affectée. Les importations et les exportations de biens et services représentent 60% du PIB, dont la moitié est réalisé avec l'UE. Il ne faut donc pas se méprendre, la reprise en cours n'est peut être que temporaire et dépendante des conditions économiques futures. Une renégociation efficace des accords commerciaux est vitale pour l'avenir économique du pays, même si pour l'instant, la confiance l'emporte.

## L'immobilier résidentiel résiste

Les prix de l'immobilier résidentiel progressent encore de +5.3% en raison du déséquilibre permanent entre l'offre et la demande. Une plus faible demande temporaire a été compensée par une baisse de l'offre avant une reprise conjointe en août. En glissement annuel, la hausse des prix est même supérieure en septembre à ce qu'elle était en juin (+5.1%). Mais la croissance s'est tout de même ralentie par rapport aux valeurs de l'année 2014.

### Prix immobiliers



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A



L'effet de richesse induit par la hausse des valeurs de l'immobilier soutiendra encore la confiance des ménages et leur propension à consommer ou à investir. Le secteur immobilier, qui avait beaucoup à perdre des effets attendus du Brexit, résiste dans le segment résidentiel. Les indicateurs avancés restent plutôt favorables à une poursuite de la progression de la demande domestique et à une limitation des nouvelles constructions. Mais attention, l'évolution des approbations de financements hypothécaires poursuit sa consolidation. La chute de la livre pourrait donner un soutien à la demande résidentielle, car de nombreux investisseurs privés internationaux pourraient être tentés par cette opportunité et par la persistance de taux de financement avantageux. Le segment commercial est par opposition plus risqué. Les investisseurs internationaux avaient beaucoup privilégié ce marché pour leurs activités européennes. Le Brexit diminue l'attrait de Londres comme base opérationnelle pour ces entreprises, les risques pour ce segment sont plus élevés.

### Euphorie obligataire temporaire

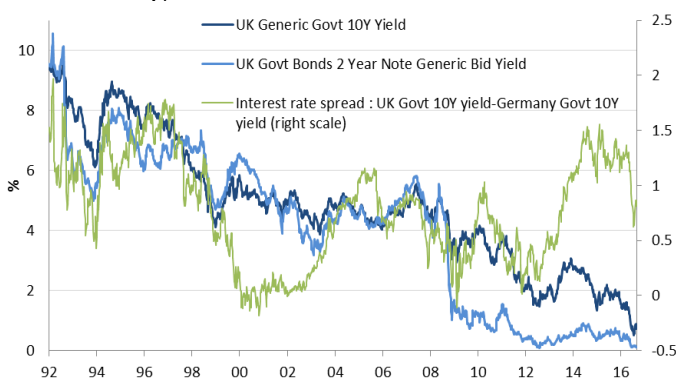
Malgré la chute de la livre et une hausse de l'inflation en août (+0.3%), les indices de prix restent en faible progression pour l'instant, soit +0.6% sur un an et +1.3% pour l'indice hors alimentation et énergie. Toutefois, la hausse des prix importés de +7.6% sur un an, consécutive à la chute de la livre et la hausse du brut, devrait se transmettre aux indices globaux. Dans ce contexte, les taux à dix ans ont enregistré des nouveaux records historiques en descendant en dessous de leur

plancher de janvier 2015 à seulement 0.5% avant d'enregistrer depuis la mi-août une remontée graduelle. Cette situation est tout à fait extraordinaire, car elle ne semble pas prendre en compte les risques significatifs de hausses de taux et des primes de risque, pourtant logiquement associés au Brexit et à la perte immédiate annoncée par les agences de notation de la note maximale AAA accordée à la dette britannique. Elle constitue toutefois un élément indispensable au soutien conjoncturel dont a besoin l'économie, mais l'euphorie présente ne devrait certainement pas durer.

### Le FTSE 100 ne bénéficiera plus de la baisse de la livre sterling

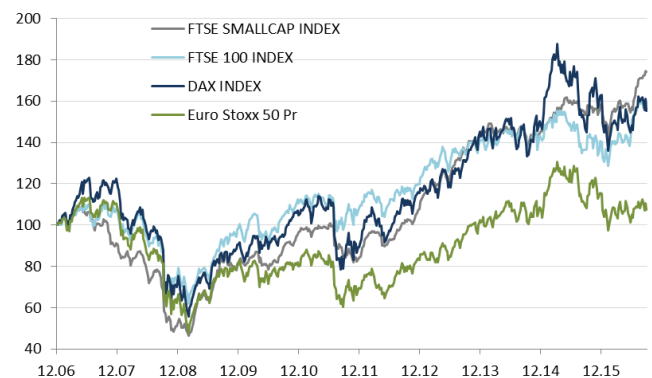
Nous l'avions relevé lors du référendum, le fait que près de 70% des revenus générés par les grandes valeurs du FTSE 100 soient réalisés à l'étranger sera un facteur positif pour les profits dans un contexte d'affaiblissement de la livre. L'indice phare des actions britanniques en hausse de +11.3% depuis le Brexit est finalement en baisse de -0.44% en CHF. A environ 15x les profits 2017, le marché britannique est plus cher que la plupart des marchés européens, pour un niveau de rendement similaire (4%). Depuis le 22 juin, les petites valeurs (+10.4%) ont légèrement sous performé l'indice des grandes capitalisations (+11.3%). La stabilisation de la livre devrait freiner la progression des valeurs britanniques.

#### Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

#### 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