



7 mars 2017

Le Brexit pourrait coûter 60 milliards d'euros au Royaume-Uni

Le coût du Brexit est en fait inestimable. Réforme fiscale et dérèglementation ne sont pas la panacée. Fléchissement du PIB à +1.6% en 2017. L'incertitude appelle à la prudence.

Points clés

- L'Union européenne pourrait exiger 60 milliards d'euros au Royaume-Uni à l'issue du Brexit
- Un nouveau revers pour Theresa May
- Compenser les effets d'un « hard brexit » par une fiscalité agressive semble illusoire
- De nombreux citoyens européens quittent déjà le Royaume-Uni
- Stabilisation de la livre sterling
- La BoE reste attentive mais ne change pas sa politique monétaire
- Le consommateur s'arme de prudence
- Le PIB devrait tout de même fléchir en 2017
- L'immobilier s'essouffle encore un peu
- Coup d'arrêt à l'euphorie obligataire
- Sous-performance des actions britanniques

Le bras de fer des négociations entre les deux « partenaires » n'a pas encore réellement commencé que les déclarations de part et d'autre fusent déjà, laissant la place à toutes les spéculations sur l'issue finale d'un processus bien difficile à enclencher. Ces derniers jours, le ministre britannique des finances Philip Hammond a dû rappeler que le Royaume-Uni honorerait ses obligations et ses engagements en réglant naturellement une éventuelle facture liée au divorce avec l'Union européenne, comme il se doit le cas échéant. Une telle intervention en dit long sur le degré d'incertitude déjà présent et qui ne manquera pas de s'intensifier lorsque les négociations auront enfin débuté. Evaluer le coût du Brexit sera une tâche complexe, mais on estime toutefois que les engagements déjà pris par le gouvernement britannique sous la forme de contributions au budget de l'UE pourraient se monter à 60 milliards d'euros. Mais au fond, le coût global du Brexit est inestimable.

L'Union européenne pourrait exiger 60 milliards d'euros à l'issue du Brexit

Dix mois après le vote historique des Britanniques, la première ministre Theresa May s'apprête à activer l'article 50 en annonçant à ses partenaires européens la décision du gouvernement britannique de se retirer de l'Union européenne. Elle avait formellement promis d'activer la procédure de divorce avant le 31 mars 2017 et de lancer ainsi le début du processus de négociation d'un accord avec Bruxelles tout en rappelant qu'elle adopterait une attitude caractérisée par la plus grande fermeté. Une position clairement et résolument affichée puisqu'elle indiquait d'ailleurs qu'elle préférerait ne pas signer d'accord plutôt que d'accepter un mauvais « deal ». Le Brexit pourrait pourtant coûter 60 milliards d'euro au Royaume-Uni selon diverses sources européennes.

Encore un nouveau revers pour Theresa May ?

Theresa May ne veut rien changer à son agenda en espérant toujours adopter un rythme et un agenda politique soutenu, mais elle devra encore compter sur des oppositions qui freineront son action, comme le dernier vote des Lords britanniques qui ont notamment approuvé un amendement visant à préserver les droits de citoyens européens installés au Royaume-Uni. Ce vote de la Chambre haute du Parlement retardera sans doute le lancement de la procédure en obligeant un nouvel examen du texte par les députés, qui l'avaient en fait déjà adopté en première lecture. Un second amendement de la Chambre des Lords pourrait exiger que le projet de loi sur l'activation du Brexit soit modifié de façon à donner un ultime droit de veto au Parlement sur le contenu de l'accord final avec l'Union européenne. Le risque évoqué aujourd'hui d'une telle disposition serait qu'en cas de

désaccord du Parlement sur le résultat final des négociations, aucun accord définitif ne puisse être obtenu. Le Royaume-Uni se verrait alors contraint de sortir de l'Union européenne sans un accord cadre. Cette éventualité nous semble peu probable, d'autant qu'à l'issue de la période de deux ans prévue pour mener les négociations de sortie de l'Union européenne, une extension des négociations pourra toujours être discutée et acceptée par les parties.

Compenser les effets d'un « hard Brexit » par une fiscalité agressive semble illusoire

La stratégie évoquée à ce jour pour tenter de contrer les prévisions pessimistes associées à un « hard Brexit » ne nous semble pas suffisante et réellement efficace pour espérer pouvoir compenser l'impact négatif d'une confrontation dure avec l'Union européenne. La sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne et du marché unique aurait des effets importants sur le commerce extérieur britannique. Une baisse de la fiscalité – même très importante – et une dérèglementation ne seraient sans doute pas suffisantes. Cette stratégie risquerait aussi de heurter la communauté internationale, qui aurait très certainement beaucoup de peine dans le contexte présent à accepter que le Royaume-Uni s'installe comme une nouvelle place financière dérégulée aux portes de l'Europe. Même si les Etats-Unis expérimentent depuis peu une nouvelle politique avec le président Donald Trump visant à créer les conditions d'une nouvelle compétition fiscale, avec des conditions plus favorables aux Etats-Unis, il n'est de loin pas certain que ces derniers voient d'un œil favorable une dérèglementation fiscale au Royaume-Uni. Pour la place financière londonienne, les risques sont significatifs et pourraient engendrer une contraction des services financiers. Plus largement, les échanges avec les autres régions du monde devraient progresser fortement pour compenser le déclin ou la normalisation des échanges avec l'Union européenne. Il n'est de loin pas certain non plus que la baisse de la fiscalité soit un facteur déterminant pour attirer suffisamment d'entreprises capables de compenser les pertes fiscales induites par la baisse des taux d'imposition. Les représentants de l'économie appellent toujours de leurs vœux une plus grande visibilité et souhaitent le moins de changements possibles sur le plan réglementaire et dans leurs relations commerciales avec l'Union européenne. Mais ils veulent surtout connaître le plus rapidement possible quelles seront les futures conditions de leur survie et de leur développement.

Les citoyens européens quittent déjà le pays

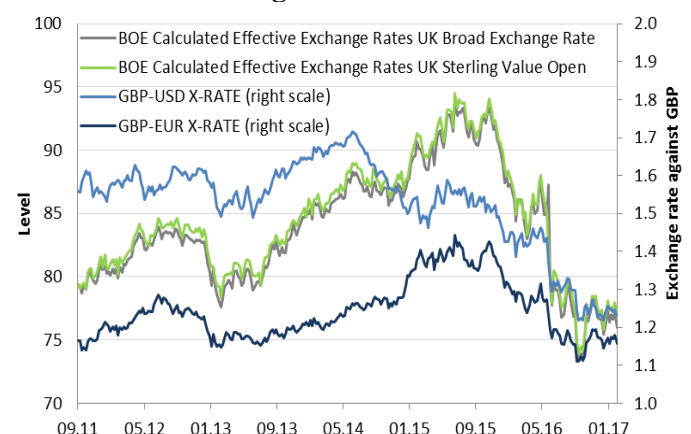
La question de l'immigration reste décisive, même si des voix se font déjà entendre pour rappeler que, depuis

le vote du Brexit, les travailleurs européens perdent confiance dans le modèle britannique. Un rapport récent du CIPD (Chartered Institute of Personnel and Development) indique que près d'un tiers des citoyens de l'Union européenne travaillant au Royaume-Uni a réfléchi à la possibilité de quitter le pays en 2017 ; ce sentiment est réparti entre les travailleurs hautement et peu qualifiés. Parmi certaines professions, les enquêtes suggèrent des risques importants de déstabilisation. Dans certains secteurs, comme pour le domaine médical et la santé, la situation pourrait être dramatique. Plus de 40% des médecins européens se disent déjà prêts à quitter le pays après le Brexit. Entre juillet et septembre 2016, selon les dernières données publiées, 62'000 citoyens de l'UE ont déjà quitté le pays. Sans assurance des autorités, il sera certainement difficile d'embaucher et de conserver des collaborateurs désormais inquiets à juste titre pour la pérennité de leur carrière et de moins en moins désireux de s'installer au Royaume-Uni. Le Brexit isolera donc certainement progressivement le Royaume-Uni de ses partenaires européens, mais les effets sur le marché de l'emploi et sur l'immigration n'attendront pas le résultat des négociations. Ils pourraient bien être beaucoup plus rapides qu'attendu comme le suggèrent les changements de comportement des travailleurs européens déjà observés ces derniers mois. Sur le plan des négociations, à notre avis, la menace de « dumping » fiscal ne peut qu'avoir un effet désastreux sur le climat des discussions avec l'UE.

Stabilisation de la livre sterling

Nous relevions au 4^{ème} trimestre 2016 que la devise britannique avait sans doute déjà 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 S.A

Il est probable que les prochaines semaines confirment la tendance en cours, notamment contre l'euro. Nous envisageons plutôt une stabilisation qu'une véritable hausse de la livre.

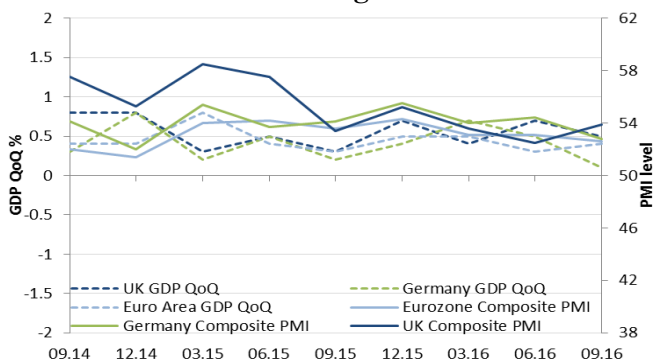
La BoE reste attentive mais ne change pas sa politique monétaire

La BoE a maintenu sa politique monétaire en laissant son taux directeur (repo) inchangé à 0.25% et le montant de son programme d'achats d'actifs à 435 milliards de livres sterling. La chute de la livre a relancé les pressions inflationnistes, les prix à l'importation ont progressé et les performances économiques du pays ont été plutôt bonnes, malgré les incertitudes du Brexit. Le statu quo est donc toujours de mise, malgré la reprise de l'inflation qui pourrait laisser envisager une hausse prochaine des taux directeurs.

Le consommateur s'arme de prudence

Pour l'heure, il faut constater que le secteur du commerce de détail souffre et enregistre sa première contraction en février depuis 2011. Sans aucun doute, la prudence commence à se manifester, affectant la demande de biens non essentiels. Les ventes de nouveaux véhicules se sont légèrement contractées (-0.3%) alors que le crédit rebondissait un peu en février en remontant à 1.4 milliards, après avoir chuté de 2 à 1 milliard entre novembre et décembre, soit l'un de ses plus bas niveaux depuis mai 2015. Le consommateur britannique a également réduit son recours au crédit, alors que les sondages suggèrent désormais une baisse de la confiance des ménages en février. Elle s'était améliorée depuis le vote de juin, mais elle marque désormais un peu le pas. La consommation et le secteur des services, qui avaient été des soutiens essentiels à l'évolution du PIB, sont maintenant en perte de vitesse après la dynamique post-Brexit constatée. Les risques s'accroissent de voir le PIB décliner en cas de fléchissement du secteur consommation.

PIB et PMI trimestriels UK – Eurozone – Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le risque annoncé de voir les ménages devenir plus prudents à l'approche des négociations du Brexit avec l'Union européenne est donc bien en train de se matérialiser, et ceci malgré un taux de chômage toujours très bas (4.8%) et une croissance des revenus disponibles.

Le PIB devrait tout de même fléchir en 2017

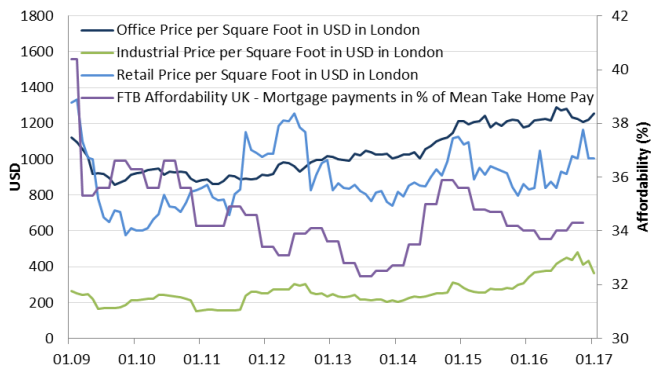
Le PIB du 4^{ème} trimestre a montré une croissance de +0.7% de l'économie britannique, tandis que sur un an la performance globale s'affichait à +2%. C'est la consommation qui a largement soutenu la croissance en 2016, alors que les investissements se contractaient même au 4^{ème} trimestre, ne montrant aucun signe clair de reprise pour 2017. Mais les indicateurs avancés continuent pourtant de pointer vers un premier trimestre relativement solide à l'image de l'indice PMI manufacturier de février qui fléchit de 55.7 à 54.6, mais qui reste à un niveau relativement élevé. Le PMI des services a lui aussi glissé de 54.5 à 53.3, comme le PMI Composite en baisse de 55.5 à 53.8. Ils montrent tous les deux une perte de dynamique économique en cours. Après avoir plutôt bien résisté dans un premier temps aux risques post-Brexit, l'économie britannique se réveille donc en ce début 2017 finalement avec un peu plus d'incertitudes et d'inquiétudes.

Les perspectives de croissance pour l'économie britannique sont désormais moins optimistes. La croissance du 1^{er} trimestre pourrait être de +0.4% et de +1.6% sur l'ensemble de l'année.

L'immobilier s'essouffle encore un peu

Les prix de l'immobilier résidentiel progressent encore de +0.1% en février pour un résultat sur un an de +5.1%. La hausse sur trois mois est encore de +1.7% selon Halifax, mais elle a bel et bien chuté de moitié depuis son plus haut de 2016, lorsque la hausse sur douze mois s'établissait à +10%. La faiblesse des prix laisse clairement entrevoir un fléchissement de la conjoncture. Toutefois, les perspectives pour les douze prochains mois restent positives. Les prix de l'immobilier pourraient encore progresser de +1% à +4% en 2017, même en période de ralentissement conjoncturel. 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. Le marché immobilier est plus fort qu'attendu après le référendum mais la croissance s'est tout de même ralentie. L'indice d'accessibilité à l'immobilier s'est pourtant amélioré et se situe à 34% des revenus des ménages, il était de 50% en 2007. La résistance du segment immobilier résidentiel est un facteur positif pour l'évolution de la confiance des ménages et leur propension à consommer ou à investir.

Prix immobiliers - Indice d'accessibilité de l'immobilier



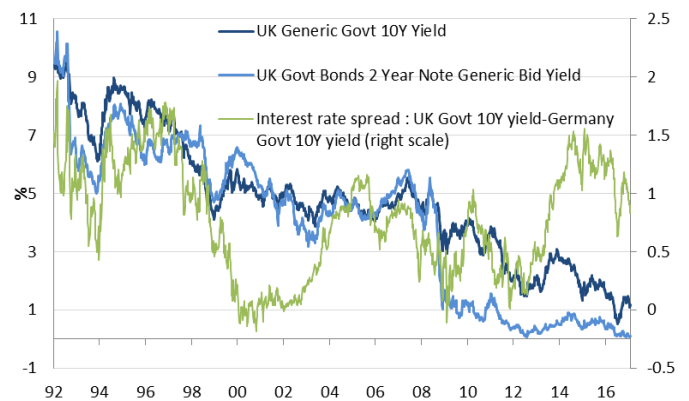
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

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. L'évolution des approbations de financements hypothécaires est toujours en progression depuis le mois d'août. Les chiffres publiés par la BoE font état d'une progression graduelle des nouvelles hypothèques de 62'000 en août 2016 à 69'900 en janvier 2017 pour des nouveaux prêts hypothécaires représentant 453 milliards de livres. La stabilisation après la chute de la livre pourrait donner 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.

Coup d'arrêt à l'euphorie obligataire

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. Les indices de prix avancent parfois de manière impressionnante, même si la hausse des prix globaux (CPI) n'est encore que de +1.8% sur un an et de +1.6% sur l'indice hors alimentation et énergie. Dans ce contexte, les taux à dix ans ont rebondi fortement de leurs plus bas enregistrés à la mi-août (0.5%) pour retrouver leur niveaux d'avant le référendum (1.2%).

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans

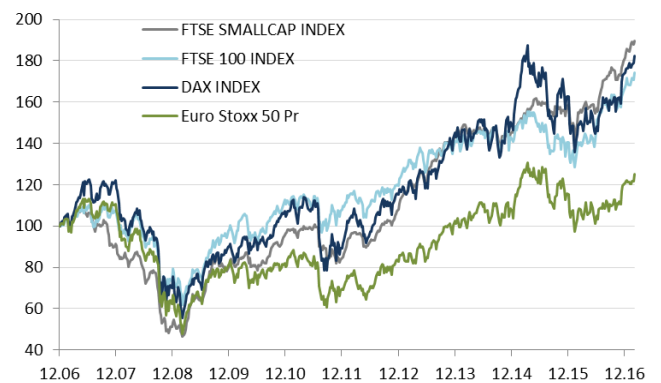


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Sous-performance des actions britanniques

Les actions britanniques, en hausse de +20.3% depuis le Brexit, sont en fait en hausse de 5.7% en CHF en raison de l'effet monétaire négatif. A environ 13x 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