



14 décembre 2017

Le Royaume-Uni payera 50 milliards mais le plus dur reste à faire

Les négociations sur le Brexit reprennent. Le PIB résiste (+0.4%). La BoE laissera ses taux inchangés pour un temps. L'inévitable hausse des taux longs. Léthargie du marché actions.

Points clés

- Progression du PIB de +0.4% et +1.5% sur un an
- Enfin des progrès suffisants pour passer à la deuxième phase des négociations
- Capitulation du Royaume-Uni ? Le plus dur reste à faire
- Tous les secteurs de l'économie britannique s'inquiètent des risques règlementaires
- La livre devrait profiter de la reprise du processus de négociation
- Politique monétaire : statu quo probable
- Le PIB s'effrite alors que les indicateurs avancés suggèrent un tassement conjoncturel
- Les prix de l'immobilier avancent de +3.9%
- Le marché obligataire ne peut rester indifférent à la reprise de l'inflation
- Léthargie du marché des actions

Enfin des progrès suffisants pour passer à la deuxième phase des négociations

La position européenne était ferme depuis plusieurs mois en exigeant un accord financier de principe avec le Royaume-Uni pour accepter d'enclencher la deuxième phase des négociations du Brexit. L'absence de progrès notable dans les discussions avec les représentants britanniques avaient hautement contrarié les européens qui peuvent aujourd'hui triompher en saluant mercredi 13 décembre un accord de principe posant quelques modalités indispensables au divorce souhaité par le peuple britannique.

Le parlement européen a ainsi adopté une résolution sur le Brexit en soulignant que les progrès attendus ont finalement, après plusieurs

mois de négociations, abouti à un compromis permettant d'envisager une nouvelle étape de discussions qui sera toutefois menée avec une grande vigilance. Cet accord de principe reste cependant fragile, car de l'avis du ministre britannique chargé du Brexit, Mr. David Davis, l'accord entre Theresa May et Michel Barnier, le négociateur en chef de la Commission européenne qui avait durci le ton il y a quelques mois face aux attermoissements des britanniques, n'est qualifié que de « déclaration d'intention ».

La résolution adoptée à la majorité par 552 voix met temporairement un terme à l'agacement des parlementaires. Mais ceux-ci ne baissent toutefois pas la garde et avertissent que les prochains progrès devront être obtenus dans une atmosphère constructive et de bonne foi partagée. Les doutes subsistent clairement sur les intentions réelles des représentants du gouvernement du Royaume-Uni d'honorer leurs engagements. Michel Barnier précise que Theresa May s'est engagée au nom du gouvernement et qu'une remise en question de l'accord minimum portant aujourd'hui sur un montant d'environ 45 à 50 milliards d'euro aboutirait très vite à un accord de retrait juridiquement contraignant.

Capitulation du Royaume-Uni ? Le plus dur reste à faire

La question du règlement des obligations financières du Royaume-Uni était et reste donc au centre de la négociation. Evaluée initialement entre 60 et 100 milliards d'euros, la facture finale pourrait donc être bien moins lourde pour les Britanniques même si la somme reste tout de même considérable. Avec une facture estimée aujourd'hui à 50 milliards d'euros,

Theresa May a dû accepter de doubler l'offre faite de 20 milliards d'euros il n'y a que quelques semaines en entérinant désormais la technique de calcul des européens. Le revirement politique semble cuisant, car la 1^{ère} ministre a finalement dû s'aligner sur les exigences européennes. Elle obtiendra certainement un étalement du paiement de cette ardoise sur de nombreuses années, maigre consolation sans doute, alors que la date butoir (mars 2019) du Brexit s'approche.

Cette capitulation ouvre toutefois la porte à la seconde étape indispensable des négociations, mais elle est loin d'en assurer le succès dans les délais. Il faudra encore plancher sur les innombrables difficultés juridiques et légales pour qu'un accord commercial fixant les modalités des relations entre les deux partenaires soit sous toit.

La forme de cet accord reste évidemment à définir, mais c'est aux britanniques de proposer une version qui sera discutée. Compte tenu des prises de position fermes sur certains aspects et notamment leur volonté de ne pas se soumettre aux exigences de libre circulation des personnes, des biens, services et capitaux, il semblerait que l'accord futur soit similaire à celui que l'UE a négocié avec le Canada.

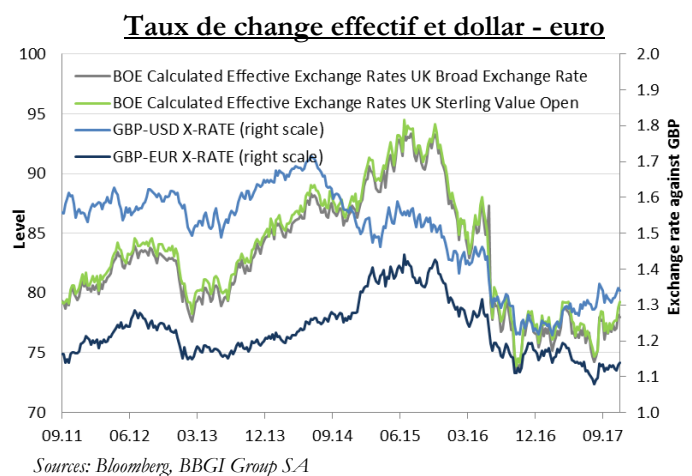
Tous les secteurs de l'économie britannique s'inquiètent des risques réglementaires

La City semble sereine, mais elle exige une période de transition. La lobbyiste en chef de la place financière britannique semble toujours confiante mais exige de trouver un accord pour une période de transition qui reporterait de plusieurs années l'application concrète et les effets du Brexit. Pendant une période de deux ans à compter du 29 mars, le Royaume-Uni serait ainsi toujours dans le marché unique, mais ne serait plus membre de l'UE. Un délai de deux ans permettrait de conserver temporairement les réglementations en vigueur avant d'introduire de nouvelles règles adaptées à la situation nouvelle. Entre temps, les banques et sociétés financières évaluent les risques et les opportunités, mais certaines en sont déjà à l'application de plan de sauvegarde. Les services financiers ne sont évidemment pas les seuls à monter au créneau pour défendre leurs intérêts. C'est toute l'industrie britannique qui s'inquiète des risques de divergences réglementaires futures qui impliqueront des ajustements difficiles aux entreprises. Une sortie brutale et totale du cadre réglementaire européen aurait des conséquences sévères pouvant remettre en question des années d'investissement. Le secteur pharmaceutique, la chimie, l'aéronautique, l'automobile, tous s'engagent dans la même voie pour recommander au gouvernement de

limiter au minimum les règles en vigueur actuellement. L'objectif principal est clairement de limiter au maximum les effets négatifs d'une sortie de l'union douanière sur les exportations britanniques.

La livre devrait profiter de la reprise du processus de négociation

La devise britannique n'a pas réellement été perturbée par les vicissitudes des négociations du dernier trimestre. Depuis plusieurs mois, nous estimons que la livre est entrée dans une phase de stabilisation contre la plupart des principales monnaies après avoir enregistré la chute historique consécutive au Brexit. Nous relevions déjà au 4^{ème} trimestre 2016 que la livre 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.



Au début de la nouvelle phase de négociation nous privilégions encore le scénario d'une poursuite de la stabilisation du taux de change pour les prochains mois.

Politique monétaire : statu quo probable

La Banque d'Angleterre n'a pas modifié ses taux directeurs en décembre après la première hausse depuis 2007 mise en œuvre comme attendu en novembre et qui avait porté les taux directeurs de 0.25% à 0.5%. La croissance du PIB diminue, mais elle reste positive, alors que l'inflation progresse doucement. Nous restons de l'avis que la première hausse de novembre ne sera pas rapidement suivie d'autres phases de resserrement

monétaire, même s'il est probable que les taux directeurs suivent une tendance haussière pouvant les porter de 0.5% aujourd'hui à 1% en 2019 dans un contexte de faible croissance et d'inflation modérée. Car la croissance devrait effectivement ralentir encore en 2018 au moment où les négociations concrètes avec l'UE laisseront certainement apparaître de nouvelles incertitudes susceptibles de provoquer un ralentissement plus net de la consommation. Quant à l'inflation, la dynamique pourrait rester suffisante pour soutenir une hausse de l'indice ex-alimentation et énergie au-delà de 3%.

Mais comme nous l'annonçons dans notre analyse précédente, la hausse des taux directeurs à 0.5% pourrait bien être suivie d'une longue période d'inaction. La BoE devrait en effet maintenir ce taux ou procéder à des hausses mineures en 2018.

La banque d'Angleterre se déclare en effet plutôt satisfaite par l'accord obtenu avec l'UE qui devrait diminuer les probabilités de sortie désordonnée du Royaume-Uni de l'UE. La reprise des négociations aura certainement un impact favorable sur le sentiment des consommateurs et sur la confiance des entrepreneurs. La croissance du PIB devrait donc plutôt se stabiliser.

Le PIB s'effrite alors que les indicateurs avancés suggèrent un tassement conjoncturel

Le PIB du 3^{ème} trimestre (+0.4%) confirme à nouveau l'effritement déjà observé de la dynamique économique au Royaume-Uni sans aggravation notable portant de la dynamique. La performance sur un an se stabilise à +1.5%, ce qui conforte notre prévision d'une croissance inférieure sur l'ensemble de l'année 2017. Les exportations ont vu leur contribution diminuer de +1.7% au 2^{ème} trimestre à -0.7% au 3^{ème} trimestre. La consommation a plutôt favorablement surpris en progressant de +0.2% à +0.6%, ce qui permet clairement au PIB de consolider son rythme de croissance, soutenu par ailleurs par une reprise de +0.3% dépenses publiques.

Les indicateurs avancés soutiennent l'argument d'un affaiblissement de la résilience du PIB.

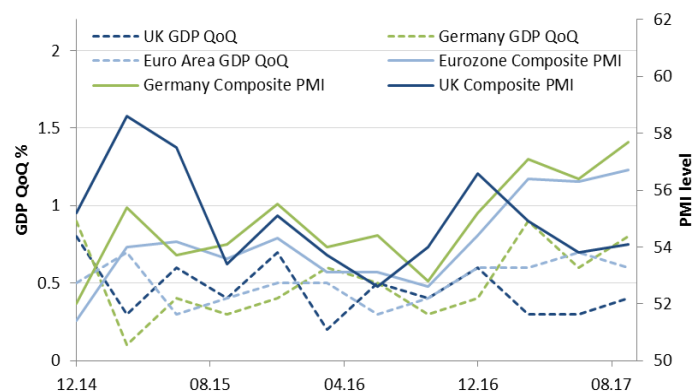
En effet, les derniers indices publiés suggèrent une croissance dans le secteur manufacturier, le PMI manufacturier est en effet en nouvelle progression de 56.3 à 58.2, sont plus haut niveau de l'année. Du côté des services, l'image est un peu moins positive, le PMI glisse de 55.6 à 53.8, mais il reste largement en zone de croissance. En ce qui concerne le secteur de la construction, l'indicateur avancé s'est renforcé de 50.8 à 53.1 et laisse entrevoir une relance de l'activité pour les prochains mois. Globalement, l'indicateur

composite est tout de même plus faible et affiche un déclin de 55.8 à 54.9. La confiance des consommateurs n'est toujours pas au beau fixe, elle décline en effet un peu plus en novembre. Le baromètre des affaires ne subit pas de modification majeure mais reste dans une tendance plutôt morose depuis le début 2016.

Dans ce contexte, le taux de chômage surprend favorablement en restant relativement stable (4.3%), mais le marché de l'emploi se dégrade pourtant en perdant 56'000 emplois en octobre. Ces constatations confirment notre précédente prévision que l'embellie précédente ne devait pas durer. Le taux de participation au marché de l'emploi à parallèlement encore décliné, ce qui suggère à la fois un impact plutôt négatif sur les perspectives économiques pour le début 2018, mais aussi une diminution sur les risques de pressions haussières sur les salaires.

La production industrielle faiblit un peu en octobre (+0.1%), comme la production manufacturière (+0.1%).

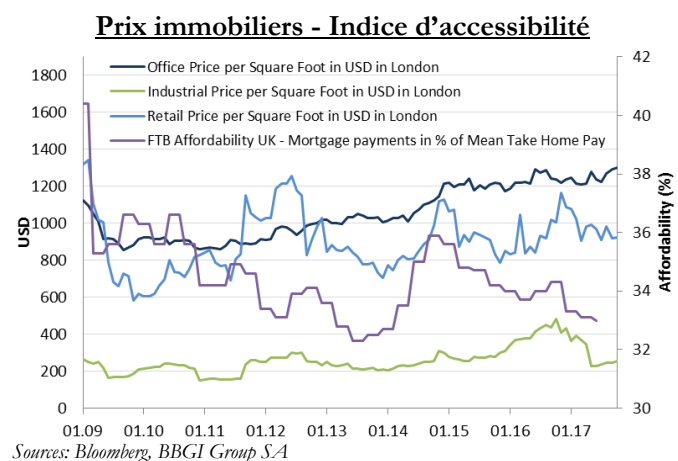
PIB et PMI trimestriels UK – Eurozone – Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les perspectives de croissance pour l'économie britannique sont moins optimistes. La croissance du 4^{ème} trimestre pourrait encore être de +0.3%, mais le ralentissement devrait être plus net en 2018.

Les prix de l'immobilier avancent de +3.9%



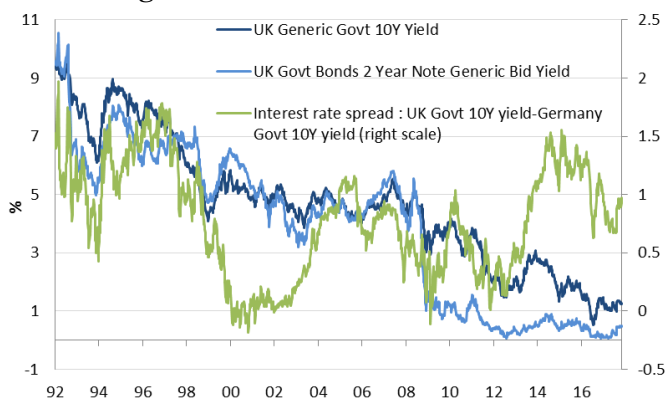
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nous réitérons nos récents commentaires suggérant que la stabilisation de la livre devrait apporter un soutien à la demande résidentielle, en raison de l'intérêt toujours présent d'investisseurs internationaux et d'une demande domestique encore suffisante pour excéder le niveau de l'offre. Les derniers mois confirment cette prévision puisque les prix de l'immobilier ont enregistré leur cinquième progression consécutive en novembre selon Halifax, réalisant même leur meilleure hausse sur trois mois depuis janvier. Globalement, la croissance des prix en base annuelle décline toutefois de 4.5% à 3.9%. Le marché immobilier a ralenti cette année, mais on n'observe pas encore de réel changement dans les conditions du marché, l'offre restera certainement inférieure à la demande en début 2018.

Le marché obligataire ne peut rester indifférent à la reprise de l'inflation

L'inflation progresse doucement mais sûrement au Royaume-Uni. En novembre, l'indice des prix à la consommation a doublé en douze mois pour atteindre +3.1%. L'indice CPI avait touché son plus bas en avril 2015 à -0.1%. La reprise est significative et encore plus nette lorsque l'on observe l'évolution de l'indice des prix à la production sur la même période.

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

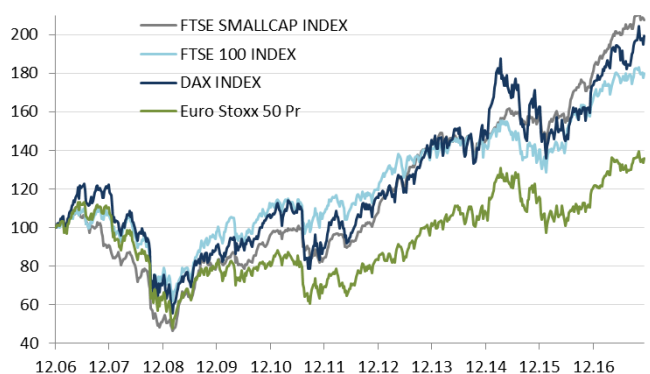
Nous maintenons notre prévision de progression de l'inflation au-dessus de l'objectif de la BoE de 2% au cours des prochains trimestres, et celle-ci pourrait même atteindre 4% à l'horizon 2020.

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. En effet, malgré la hausse des prix, les rendements exigés sur la dette gouvernementale britannique ont plutôt suivi l'évolution des marchés obligataires internationaux et ne reflètent que peu la hausse de l'inflation domestique. Les rendements réels en livre sterling sont donc relativement stables et déclinent même légèrement de 1.4% en octobre à 1.3% à la fin novembre. Le marché obligataire britannique devrait pourtant prochainement être plus affecté par les fondamentaux domestiques, qui pousseront les taux longs à nouveau plus haut.

Léthargie du marché des actions

Le marché britannique est entré dans une longue phase de consolidation horizontale en 2017 qui pourrait durer encore quelques mois. La performance en monnaies locales n'est que de +2% depuis le début de l'année, un résultat nettement en retrait de ceux réalisés par la plupart des marchés de l'UE. A environ 14x les profits 2018, le marché britannique reste encore légèrement plus cher, mais son rendement est toujours un peu supérieur (4.3%). La stabilisation de la livre a stoppé la progression des valeurs britanniques comme nous l'attendions. Nous recommandons toujours la prudence à l'égard de ce marché, qui pourrait plus tard être pénalisé par les effets plus perceptibles des négociations du Brexit sur les résultats des entreprises.

Actions UK (large – small) Eurozone - Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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