



La Cour suprême réduit la menace d'un Brexit sans accord

Chute de -0.2% du PIB au T2. Risques réels de récession. Diminution de la probabilité d'un « no deal ». BoE en phase d'attente. Rebond possible des taux longs et de la Livre sterling.

Points-clés

- La Cour suprême fait échec à la stratégie de Boris Johnson
- Diminution des risques de « no deal »
- Une récession technique pourrait être évitée après la chute de -0.2% du PIB au T2
- Les risques de récession sont réels
- Toujours aucun signe d'optimisme sur les indicateurs avancés en août
- L'incertitude inquiète aussi les consommateurs
- L'issue politique du Brexit déterminera la stratégie de la BoE
- Probabilités réduites de remontée des taux directeurs
- Le marché de l'immobilier se stabilise
- Baisse de l'attractivité du marché des capitaux
- Quel Brexit ? Cela reste la question clé pour la valorisation de la Livre
- Incertitude persistante sur les actions et l'immobilier

La Cour suprême fait échec à la stratégie de Boris Johnson

Quelques semaines après sa prise de fonction comme Premier ministre du Royaume-Uni, Boris Johnson confisquait le pouvoir et suspendait le Parlement britannique jusqu'au 14 octobre, deux semaines seulement avant la date butoir du Brexit. Il reportait ainsi le débat après le discours de la reine qui présentera le programme du gouvernement justement le 14 octobre, soit seulement trois ou quatre jours avant le Conseil européen des 17 et 18 octobre. En théorie, si Boris Johnson parvenait à arracher un accord avant cette

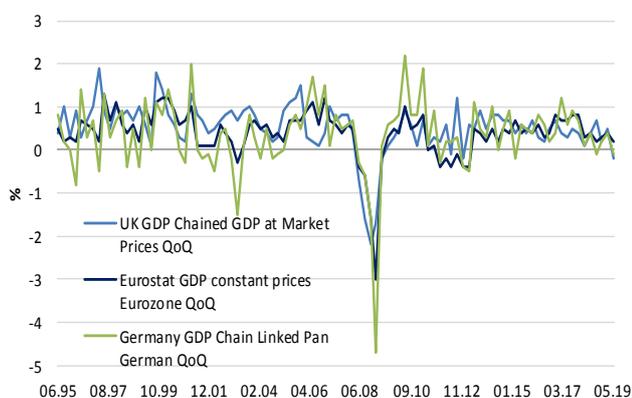
date, le Parlement aurait effectivement le temps d'une ratification. Le Parlement britannique est traditionnellement suspendu pendant quelques semaines en septembre en raison des conférences politiques des divers partis politiques, mais l'extension décidée par Boris Johnson devait porter la suspension bien au-delà de la dernière conférence du parti conservateur. La Cour suprême a jugé illégale cette décision portant ainsi un coup sévère au Premier ministre. Le Parlement reprendra donc dès le mercredi 25 septembre ses sessions et pourra délibérer et organiser des débats urgents sur le Brexit. La situation ne restera donc pas figée comme le souhaitait Boris Johnson qui évoque déjà de possibles nouvelles élections. Dans ce contexte, la probabilité d'une sortie du Royaume-Uni le 31 octobre sans accord diminue mais reste tout de même élevée. Il n'est pas sûr que le « temps politique » réduit permette à la classe politique britannique de contrer la volonté affichée du Premier ministre de quitter l'Union européenne même sans un accord de sortie.

Les chances d'un tel accord semblent de plus en plus minces aujourd'hui après le dernier déplacement du Premier ministre au Luxembourg qui a viré au fiasco diplomatique, alors que Londres refusait la demande de l'Union européenne que le gouvernement britannique présente avant la fin du mois de septembre une proposition de solution écrite permettant d'éviter un « no deal ». L'ultimatum de l'Union européenne a évidemment été rejeté. Dès lors, même si le président de la Commission Jean-Claude Juncker s'était joint au Premier ministre britannique pour afficher une détermination à parvenir à un accord, une sortie brutale semble le scénario le plus probable qui s'imposera le 31 octobre, à moins qu'un nouveau report au 1^{er} trimestre 2020 ne soit finalement accordé in-extremis par l'UE.

Une récession technique pourrait être évitée après la chute de -0.2% du PIB au T2

L'économie britannique enregistre sa première contraction trimestrielle depuis la fin 2012. Après sept années de croissance, le PIB du 2^{ème} trimestre subit finalement le contrecoup de l'incertitude liée au Brexit et décline de -0.2%. En rythme annuel, la croissance du PIB reste de +1.2%, sensiblement moins cependant que le résultat observé en mars de +1.8%. Les entreprises qui avaient constitué des stocks en prévision du Brexit initialement attendu à la fin mars ont procédé à un déstockage au 2^{ème} trimestre défavorable au calcul du PIB sur cette période. La consommation et les dépenses gouvernementales étaient en progression de +0.5% et +0.7%, tandis que les investissements (-1%) et les exportations (-3.3%) étaient en baisse. Cependant, une récession technique semble peu probable alors même que l'incertitude reste très élevée à quelques jours seulement de la nouvelle « date fatidique » du Brexit. En effet, l'économie du Royaume-Uni semble s'être plutôt bien comportée en juillet et en août selon les premières indications disponibles. Le PIB a progressé de +0.3% en juillet, ce qui remonte de -0.2% à zéro le taux de croissance de l'économie sur trois mois. Ce résultat surprend les observateurs, qui ne prévoyaient qu'une très légère progression de +0.1% en juillet. Le rebond enregistré touche aussi bien le secteur manufacturier, que les services et la construction, qui réalisent tous de meilleures performances que les prévisions notamment grâce à un sursaut de dynamisme du secteur manufacturier et à la bonne tenue des services (+0.4%). En effet, l'économie a enregistré un regain de dynamisme général, qui éloigne les risques immédiats de récession grâce à une reprise de la production industrielle de +0.1% et de +0.3% de la production manufacturière. La construction enregistre aussi un rebond de +0.5%. Le mois d'août semble également meilleur, ce qui laisse entrevoir une progression de +0.2% à +0.3% pour le 3^{ème} trimestre en cours.

Croissance trimestrielle du PIB UK

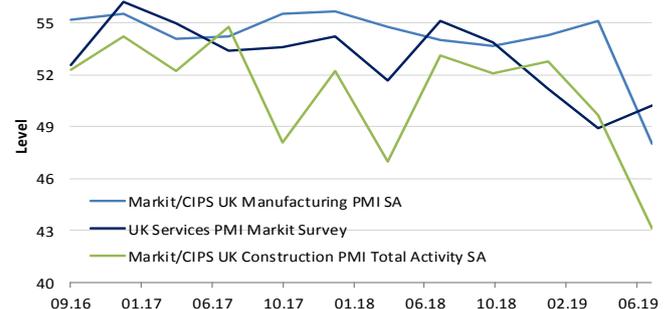


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Toujours aucun signe d'optimisme sur les indicateurs avancés en août

Malgré ces meilleurs résultats pour l'économie entre juillet et août, l'indice PMI manufacturier du mois d'août glisse encore un peu plus bas de 48 à 47.4 pour le 4^{ème} trimestre consécutif. L'indice des nouvelles commandes touche aussi son plus bas niveau depuis juillet 2012. Le Brexit n'est pas seul responsable de ce déclin, car le secteur manufacturier international britannique subi aussi le ralentissement globalement observé en raison de l'incertitude liée à la question commerciale opposant la Chine et les Etats-Unis. Néanmoins, on constate tout de même qu'un nombre croissant de sociétés modifient leurs chaînes de production en prévision du Brexit. Les mois passent sans que l'économie britannique ne puisse entrevoir une solution à la crise politique qui ne fait qu'exacerber l'incertitude des milieux économiques et des consommateurs. Les indices PMI des services ont aussi subi un déclin significatif en août (50.6) qui ne laisse plus beaucoup de marge au-dessus de la barre de 50 séparant la croissance de la contraction économique.

PMI manufacturier, services et construction



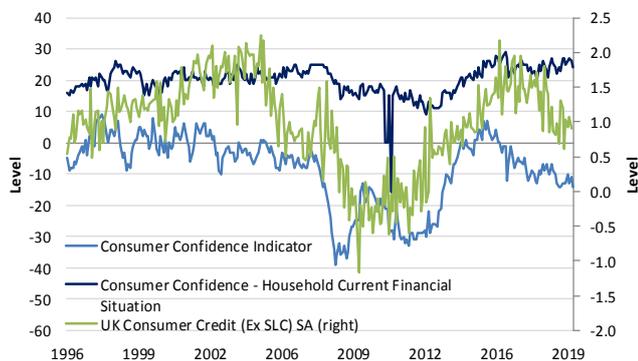
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'incertitude inquiète aussi les consommateurs

Le consommateur britannique reste relativement inquiet à juste titre après un été chargé d'incertitudes et une crise politique qui n'en finit pas autour de la question du Brexit. La confiance des ménages est à nouveau au plus bas des six dernières années en août. La progression des salaires sur un an a certes été particulièrement satisfaisante jusqu'en juillet (+3.8%), mais la hausse des demandeurs d'allocation chômage est sensible et crée quelques incertitudes. Le taux de chômage poursuit sa baisse de 3.9% à 3.8%, mais les créations d'emplois diminuent de 115'000 à 31'000 en juillet renforçant le sentiment de fragilité de la situation déjà largement partagé au sein de la population. En septembre, l'évolution de prix de l'immobilier sur un an est à nouveau proche de zéro, ce qui ne devrait pas permettre d'améliorer la confiance des ménages. Par ailleurs, la relance de l'inflation en août (+0.4% sur un mois) et la hausse des prix de détail (+0.8% sur un mois) vont venir mordre sur le pouvoir

d'achat des consommateurs et tirer vers le bas les indices de confiance.

Confiance des consommateurs



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'issue politique du Brexit déterminera la stratégie de la BoE

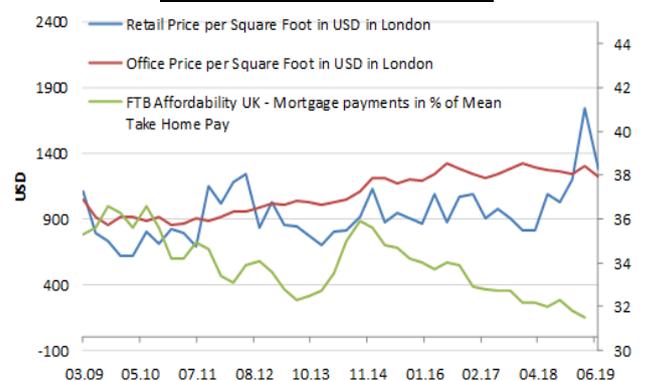
Comme nous l'attendions, la Banque centrale britannique n'a pas modifié sa politique monétaire lors de sa dernière réunion du mois de septembre. Le comité de politique monétaire a voté à l'unanimité de ses neuf membres le maintien des taux directeurs à 0.75% ainsi que l'objectif de rachat de titres de 435 milliards de livres sterling. Les prévisions de croissance pour le PIB du 3^{ème} trimestre ont été réduite de +0.3% à +0.2% et celles concernant l'inflation à 1.6%. L'incertitude politique autour de la question du Brexit retient toujours toute décision et action de la BoE qui agira de manière différente selon le scénario qui finira par s'imposer le 31 octobre ou dans les mois suivants en cas de nouveau prolongement surprise des négociations.

Dans l'éventualité d'un départ organisé avec un accord, les perspectives de croissance seront certainement révisées positivement et compte tenu du niveau d'inflation, les taux d'intérêt pourraient remonter. Nous n'envisageons toutefois pas une action rapide de la BoE qui voudra certainement observer les effets d'un accord sur la confiance, la croissance et l'inflation avant d'agir de manière sans doute très pondérée de toute façon. Dans le cas contraire, une sortie sans accord le 31 octobre poussera la BoE à l'action et à une baisse des taux directeurs afin de tenter de contrer les effets négatifs pour l'économie britannique d'un divorce brutal. Les coûts de l'incertitude du Brexit ont déjà été estimés à 2% de croissance depuis 2016. La question du type de Brexit qui sera mis en œuvre a donc pour l'instant plus d'importance que l'évolution de l'inflation qui diminue régulièrement malgré la perte de valeur de la livre sterling. L'inflation en août a baissé de 2.1% à 1.7% en rythme annuel, tandis que l'inflation de base tombait à 1.5%. Du côté des prix à la production, la situation s'est stabilisée à 2%.

Le marché de l'immobilier se stabilise

Les prix de l'immobilier poursuivent leur tendance et avancent de +0.3% en août selon une nouvelle méthode de calcul de Markit/Halifax. Sur un an la croissance des prix n'est plus que de +1.8%. Une autre mesure de l'évolution des prix publiée par la Nationwide Building Society semble déjà plus pessimiste et montre une progression des prix sur un an d'à peine +0.6%. Les données mensuelles ont été quelque peu volatiles en 2019, mais le marché immobilier résiste pour l'instant à la progression des incertitudes liées au Brexit. L'inquiétude continuera sans doute encore d'affecter les investisseurs sans un accord avec l'Union européenne, mais le déséquilibre du marché immobilier avec une demande domestique excédentaire reste favorable en particulier si les coûts de financement restent durablement aussi bas qu'ils le sont aujourd'hui et si les conditions du marché du travail restent robustes. La croissance des salaires s'est stabilisée et les taux hypothécaires sont toujours historiquement très bas. Les approbations de crédits hypothécaires rebondissent en juillet pour atteindre 67'300 dossiers acceptés, ce qui constitue un record depuis le 3^{ème} trimestre 2017. La situation de Londres est toutefois un peu différente, on y observe une dynamique des prix plus négative avec des baisses plus significatives.

Prix de l'immobilier au m2

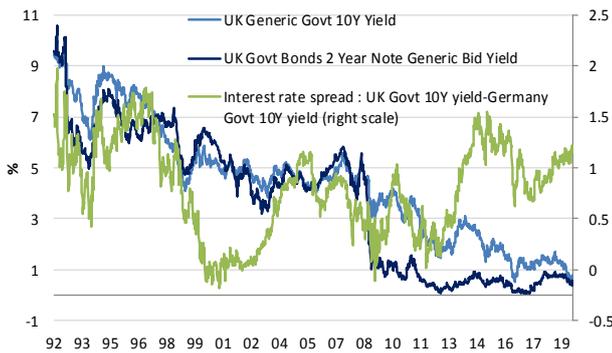


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Baisse de l'attractivité du marché des capitaux

La baisse des taux à long terme au Royaume-Uni s'est avérée particulièrement sévère au cours des derniers mois. Le déclin de 1.6% en septembre 2018 à seulement 0.4% à la fin août 2019 s'est inscrit dans une logique internationale d'inquiétude généralisée concernant la croissance américaine et mondiale. Elle a été exacerbée par les statistiques économiques propres au Royaume-Uni et aux risques de récession de plus en plus élevés pour le pays. L'incertitude liée à l'absence de solution au Brexit et les risques d'un réel effondrement de l'activité en cas de « no deal » ont ainsi logiquement poussé les taux longs en dessous des plus bas niveaux atteints juste après le référendum de 2016.

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

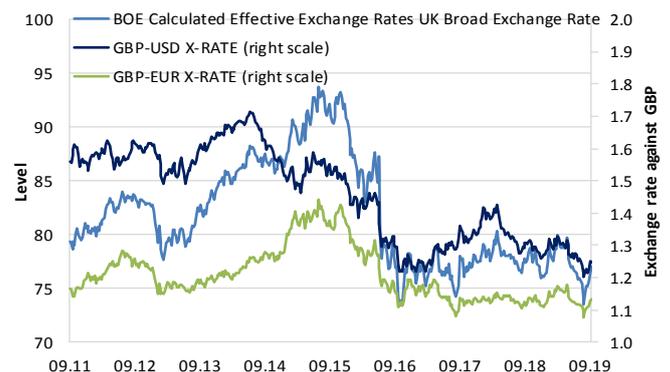
Le marché des capitaux en livres sterling ne nous semble pas attrayant dans le contexte actuel caractérisé par des risques politiques difficilement appréciables. Un « no deal » plongerait le Royaume-Uni dans une situation unique aux conséquences imprévisibles. Une action de la BoE serait requise pour tenter de juguler si possible les risques d'une récession dont l'importance et la durée ne sont évidemment pas aisées à estimer. Les conséquences possibles pour la devise britannique seraient tout d'abord négatives. Dès lors, les risques de détenir des obligations en livre sterling nous semblent élevés en raison des pertes de change significatives qui y seraient certainement associées. Si au contraire une solution négociée devenait possible, les risques de récession devraient être ajustés, avec comme corollaire une probable hausse graduelle des taux longs et une stabilisation possible de la livre. Dans ce contexte incertain, nous recommandons aux investisseurs internationaux d'éviter toute exposition au marché des capitaux en livre sterling et de se positionner sur d'autres segments obligataires.

Quel Brexit ? Cela reste la question clé pour la valorisation de la livre

La livre sterling reste influencée par la situation politique complexe qui déterminera si le Brexit sera brutal ou si une solution négociée permettra de gérer et de limiter les effets d'une sortie de l'Union européenne. L'impasse politique subit un nouveau développement avec la décision communiquée par la Cour suprême qui déclare illégale la décision du Premier ministre Boris Johnson de suspendre le Parlement.

Une décision qui pourrait bien pousser Boris Johnson à demander de nouvelles élections. Dans un tel contexte, nous maintenons notre position de prudence adoptée sur la livre. Nos prévisions d'une probable dépréciation de la devise en dessous du niveau de décembre 2018 de 1.25 contre le dollar s'est concrétisée avec un point bas atteint à court terme un peu en dessous de 1.20. Une stabilisation de la livre au-dessus de 1.24 nous semble toutefois plus probable si la probabilité du scénario du « no deal » s'estompe avec la réouverture du Parlement dès le mercredi 25 septembre.

Taux de change effectif et dollar – euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Incertitude persistante sur les actions et l'immobilier

Dans cet environnement toujours incertain, le ratio rendement/risque attendu du marché actions ne nous semble pas attrayant. La livre pourrait effectivement subir un peu moins de pressions en raison du revers politique subit par le gouvernement, mais l'instabilité reste élevée.

Nous maintenons donc notre recommandation de prudence à l'égard des actions britanniques, malgré une valorisation raisonnable et un rendement du dividende intéressant. Du côté de l'immobilier titrisé, les risques d'une nouvelle dégradation des conditions de marchés nous semblent suffisants pour recommander de rester en position d'attente. Rappelons que la banque d'Angleterre évoquait une chute possible de 25% des prix de l'immobilier dans le scénario pessimiste d'un Brexit sans accord.

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 2
1201 Genève - Suisse
T : +4122 5959 611 - F : +4122 5959 612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch