

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO



13 décembre 2019

Le peuple met fin aux attermoissements politiques du Royaume-Uni

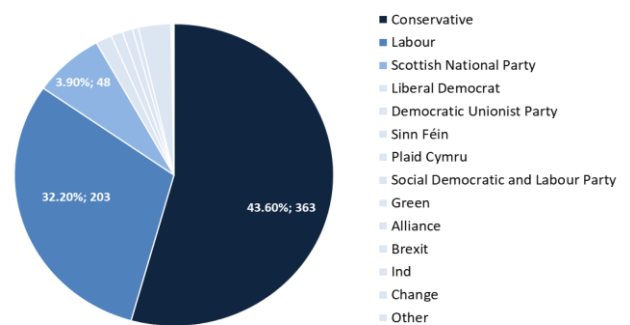
Majorité absolue aux conservateurs. Le chemin du Brexit se précise. Baisse des incertitudes favorables à la Livre sterling. Hausse des taux longs. BoE prête à une baisse de taux.

Points-clés

- Le peuple britannique veut en finir avec les attermoissements politiques du Brexit
- Le Brexit aura bien lieu
- Négociations en position de force pour un Brexit plus « soft »
- Récession technique évitée au 3^{ème} trimestre déjà suivie d'une baisse du PIB en octobre
- La BoE prête à une baisse des taux directeurs
- Le résultat des élections législatives devrait pousser les indicateurs avancés
- Changement plus positif du sentiment
- Amélioration de la confiance des ménages
- Point mort pour l'immobilier
- Le marché des capitaux restera peu attrayant
- Un futur Brexit plus favorable à la livre ?
- Incertitude persistante sur les actions et l'immobilier

britannique qui a fini par les exaspérer. Sa nouvelle majorité parlementaire devrait ainsi lui permettre de faire passer sans difficultés son accord de Brexit à la Chambre des Communes avant la date du 31 janvier. Le Brexit aura donc bien lieu. Il restera cependant à en définir les contours lors des négociations qui vont s'engager en 2020 avec l'Union européenne. Boris Johnson pourrait toutefois être moins dépendant des « durs » du parti grâce à cette large majorité et aux 160 sièges d'écart avec le parti travailliste dont il dispose maintenant. Difficile cependant de déterminer à ce stade quelle sera la stratégie suivie, mais l'évolution récente de la livre sterling suggère que les milieux économiques intègrent un peu plus de chances de voir un Brexit plus « soft » se concrétiser.

Résultat des élections législative au Royaume-Uni



Sources: The Guardian

Le peuple britannique veut en finir avec les attermoissements politiques du Brexit

Les résultats des élections législatives ont enfin redistribué les cartes en donnant une majorité très nette aux conservateurs. Comment ne pas considérer cette victoire comme celle du 1^{er} ministre qui aura désormais toute la liberté pour entreprendre les réformes domestiques qu'il a annoncées et mettre en œuvre le Brexit dans les meilleurs délais.

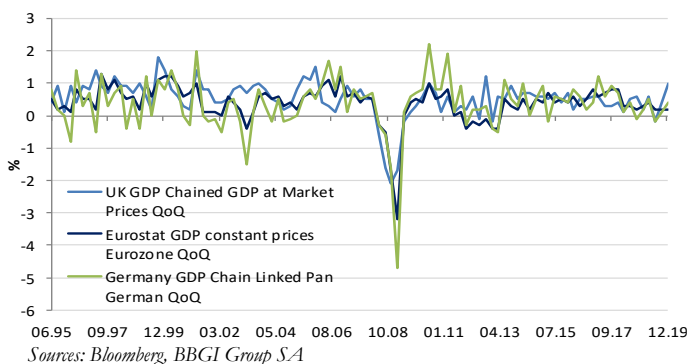
Les britanniques ont clairement suivi son slogan « Get Brexit done » en voulant ainsi mettre un terme aux attermoissements de la classe politique

Récession technique évitée au 3^{ème} trimestre déjà suivie d'une baisse du PIB en octobre

La croissance mensuelle du PIB britannique était nulle en octobre et de 0% en comparaison trimestrielle par rapport à l'année précédente. Cette dégradation des conditions économiques suit de près les résultats publiés du PIB au 3^{ème} trimestre qui montraient au contraire une

amélioration de la conjoncture au Royaume-Uni. La croissance du PIB de +0.3% au T3 fait suite à une contraction de -0.2% au 2^{ème} trimestre, ce qui permet d'éviter une nouvelle fois une récession technique. Cependant, l'image globale n'est de loin pas rassurante. En rythme annuel, la croissance du PIB glisse encore et s'établit à +1.0%, sensiblement moins cependant que le résultat observé en mars de +1.8%. La consommation et les dépenses gouvernementales étaient en progression de +0.4% et +0.3%, tandis que les investissements stagnaient et que les exportations enregistraient un rebond très net de +5.2% après une baisse de -6.6% au trimestre précédent. Les données fondamentales publiées plus récemment laissent encore entrevoir un 4^{ème} trimestre peu dynamique au Royaume-Uni. Le rebond notable de la production industrielle de -0.3% à +0.1% en octobre et de la production manufacturière de -0.4% à +0.2% est appréciable, mais ce regain d'activité temporaire mérite d'être confirmé au cours des prochains mois. Le secteur de la construction est au contraire à nouveau dans la tourmente. Il a en effet glissé de -0.2% en octobre et chute désormais de -2.1% sur an, un résultat décevant qui montre une nette dégradation de la situation depuis le mois de septembre qui était encore en hausse sur douze mois de +0.5%. Avec la victoire de Boris Johnson et une majorité absolue désormais pour le camp des conservateurs, les perspectives de croissance pourraient s'améliorer. Une réduction des incertitudes pourrait relancer les investissements, mais en l'absence de réelle clarté sur les implications de la future stratégie de sortie de l'UE ces réactions positives devraient rester limitées.

Croissance trimestrielle du PIB UK



La BoE prête à une baisse des taux directeurs

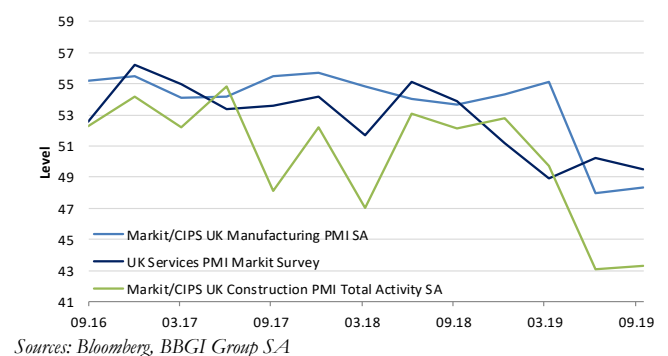
Dans le contexte actuel de faiblesse de l'économie britannique, la Bank of England restera particulièrement prudente et attentive à tout risque de dérapage. Elle ne devrait donc en tout cas pas modifier sa politique monétaire accommodante. Elle pourrait cependant être tentée de réduire ses taux directeurs à court terme afin de contrer les risques toujours plus présents de récession. La hausse très sensible de la

Livre, ainsi que la baisse de l'inflation, devraient lui donner un peu plus de marge de manœuvre. La banque centrale britannique attendra sans doute de voir quel type de Brexit sera finalement recherché par le 1^{er} ministre britannique. Quel que soit l'accord qui sera négocié avec l'UE les risques à plus court terme restent importants. Dès lors, la BoE sera certainement encline à soutenir la conjoncture par une baisse de taux en début d'année 2020.

Le résultat des élections législatives devrait pousser les indicateurs avancés

Le résultat des élections législatives du 12 décembre a donné une victoire très nette aux conservateurs et au premier ministre Boris Johnson, qui peut désormais compter sur un large soutien populaire. Les britanniques en ont clairement eu assez des attermoissements de la classe politique et ont finalement décidé de « faire » le Brexit quel qu'en soit le prix. La volonté populaire s'est ainsi exprimée en faveur d'une direction claire qui devrait avoir un impact non négligeable sur la psychologie de la population et des décideurs. L'incertitude politique est ainsi écartée sans résoudre pour autant l'ensemble des problèmes concrets qui seront posés par la mise en œuvre du Brexit, mais on assiste bien depuis à une diminution palpable du degré d'incertitude. Le Royaume-Uni peut désormais plus calmement envisager son avenir incertain, ce qui devrait se matérialiser dans des indicateurs de confiance un peu meilleurs et des indices PMI sans doute un peu plus optimistes qu'auparavant. Les derniers indices PMI manufacturiers avaient déjà rebondi du point bas atteint en août de 47.4 à 48.9 en novembre. La crise politique qui avait exacerbé le mécontentement de la population et accru les incertitudes jusqu'en août, est désormais en passe de se résorber. Nous estimons que l'indicateur PMI manufacturier pourrait rapidement repasser au-dessus de 50 au cours des prochains mois, permettant ainsi d'envisager de meilleures perspectives pour le secteur industriel britannique.

PMI manufacturier, services et construction



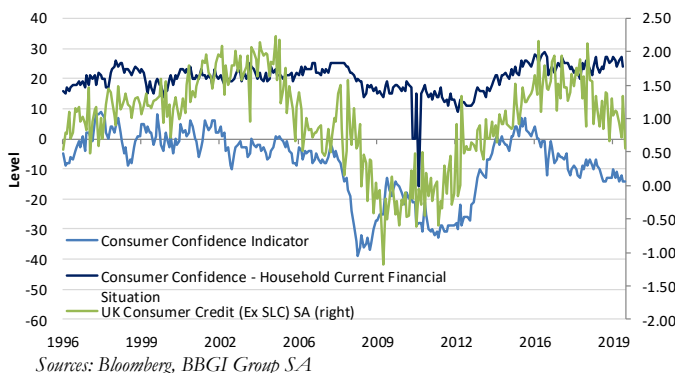
La conclusion d'un accord entre la Chine et les Etats-Unis sur la question commerciale aura également un impact favorable pour l'industrie britannique.

L'indice PMI des services avaient aussi subit un déclin significatif jusqu'en novembre, il devrait profiter plus nettement encore d'une amélioration attendue du sentiment et repasser au-dessus du seuil de croissance en début d'année 2020.

Amélioration de la confiance des ménages

Le consommateur britannique, inquiet à juste titre après un été chargé d'incertitudes et une crise politique qui n'en finissait pas autour de la question du Brexit, devrait être à nouveau un peu plus optimiste en début 2020. L'indicateur de confiance qui était déjà au plus bas des six dernières années en début 2019 est resté faible jusqu'en novembre avant les élections législatives. Dans un contexte pourtant toujours solide pour le marché du travail, cette absence de confiance était essentiellement due aux incertitudes liées au Brexit et maintenait les consommateurs dans une attitude de « wait and see ».

Confiance des consommateurs

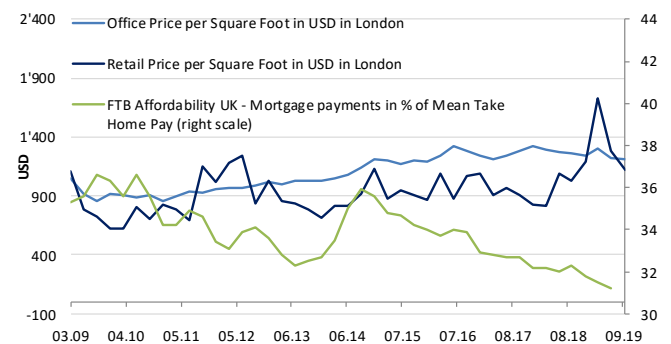


Désormais, une meilleure visibilité sur l'avenir du Brexit est assurée par le résultat des élections et quelle qu'en soit l'issue définitive, cela aura un effet positif au cours des prochaines semaines sur la confiance des ménages. Les derniers chiffres de progression des salaires sur un an de +3.6% restent élevés, bien qu'en très léger retrait, et se situent toujours au plus haut des dix dernières années. Le taux de chômage se stabilise à 3.8% en septembre, toujours au plus bas du cycle, mais les créations d'emploi ont chuté en territoire négatif depuis deux mois, enregistrant une destruction d'emploi de -58'000 postes en septembre. La hausse des salaires qui avait atteint +3.8% sur un an en juillet s'est légèrement tassée à +3.6% en septembre, mais elle reste très largement supérieure à l'inflation (+1.5% ou +1.7% ex alimentation et énergie), ce qui permet au pouvoir d'achat de progresser en 2019 de près de +2%. Cela devrait rester le cas dans les prochains trimestres, notamment grâce à la hausse de la Livre sterling qui contiendra certainement l'évolution de l'inflation en-dessous des attentes actuelles de 3.1% pour les douze prochains mois.

Point mort pour l'immobilier

Le PMI de la construction reste en zone de contraction à 45.3 en novembre. Les diverses mesures d'évaluation des tendances pour les prix de l'immobilier suggèrent encore un tassement des prix et une stagnation assez généralisée. La mesure de l'évolution des prix publiée par la Nationwide Building Society confirme la stagnation des prix de l'immobilier à peine en hausse de +0.8% sur un an. Les données mensuelles ont été quelque peu volatiles en 2019, mais si le marché immobilier résiste pour l'instant à l'incertitude liée au Brexit, il ne montre plus d'engouement de la part des acheteurs. A moyen terme, le déséquilibre du marché immobilier devrait encore soutenir la demande et les prix, 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 déclinent encore à 64'600 dossiers acceptés pour le troisième mois consécutif.

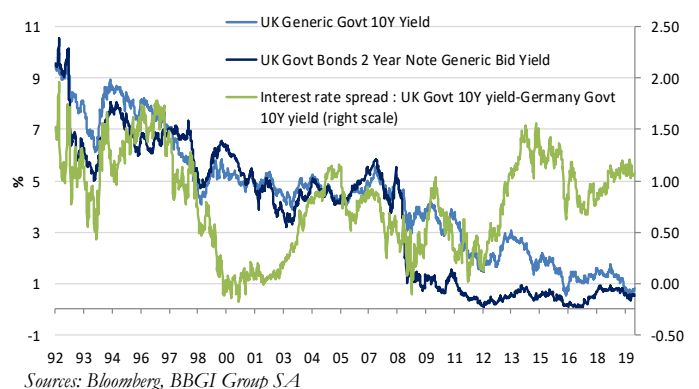
Prix de l'immobilier au m2



Le marché des capitaux restera peu attrayant

Depuis la dernière baisse des taux à long terme au Royaume-Uni pendant l'été, le déclin de 1.6% en septembre 2018 à seulement 0.4% à la fin août 2019, a été suivi d'une reprise rapide au-delà de 0.8%.

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans



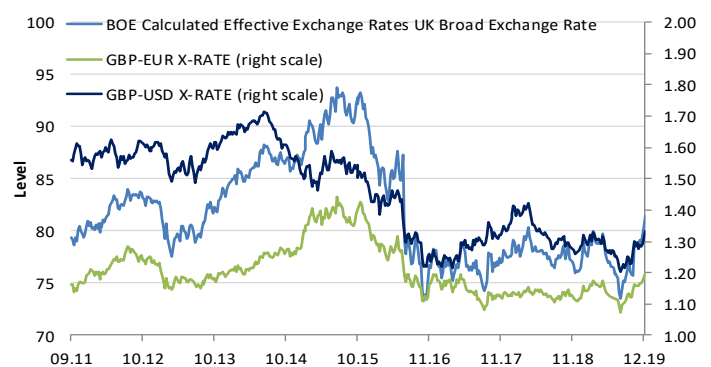
Le contexte international s'est un peu amélioré pendant cette période, mais les risques économiques sont restés importants pour le Royaume-Uni, toujours en quête d'une solution politique au Brexit. L'incertitude liée à l'absence de solution au Brexit et les risques d'un réel effondrement de l'activité en cas de « no deal » avaient d'abord poussé les taux longs en dessous des plus bas niveaux atteints juste après le référendum de 2016. Les résultats des élections législatives devraient renforcer la tendance observée depuis trois mois et pousser un peu plus haut les rendements en Livres sterling au-delà de 1%. Cependant, le marché des capitaux en Livres sterling ne nous semble toujours pas très attrayant en raison de rendements encore sensiblement inférieurs à ceux des marchés en dollars US, dollars australiens et dollars canadiens. Les risques politiques semblent clairement s'estomper, mais si les chances augmentent désormais de voir un prochain Brexit ordonné se concrétiser, sa forme reste encore à être définie par Boris Johnson. Les risques pour l'économie britannique sont encore élevés pour le début de l'année 2020, après un dernier trimestre en croissance nulle. Il faudra peut-être encore s'armer de patience pour voir une reprise économique sensible au Royaume-Uni, mais si le marché de l'emploi reste vigoureux et que le pouvoir d'achat continue de bénéficier d'une hausse des salaires supérieure à celle de l'inflation, une reprise de la consommation, des services et de l'industrie pourrait surprendre en 2020. Une sortie du Royaume-Uni négociée est désormais plus probable et les risques de récession devraient alors être ajustés à la baisse avec comme corollaire une probable hausse graduelle des taux longs et une stabilisation possible de la Livre. Les risques de détenir des obligations en Livres sterling nous semblent suffisants dans ce contexte pour éviter un positionnement trop agressif à ce marché. 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.

Un futur Brexit plus favorable à la livre ?

Nous l'avons déjà évoqué, la livre sterling restera encore longtemps influencée par la situation politique britannique et par la forme définitive du Brexit.

La livre avait cédé -20% contre le dollar US après le référendum de juin 2016 en chutant de 1.50 à 1.20. En 2019, elle regagnait plus de +10% en rebondissant à 1.35 en anticipation d'un résultat politique clair à la suite des élections de décembre et d'une direction enfin plus lisible pour l'avenir des relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Nos prévisions d'une stabilisation de la livre au-dessus de 1.24 et d'une progression vers 1.30-1.35 en anticipation d'une victoire des conservateurs nous semblent maintenant réalisées. Par conséquent, nous n'envisageons plus de hausse significative de la Livre sterling pour le premier trimestre 2020.

Taux de change effectif et dollar – euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Incertitude persistante sur les actions et Immobilier

L'environnement politique et boursier nous semble moins incertain désormais, cependant le ratio rendement/risque attendu du marché actions ne nous semble pas beaucoup plus attrayant en termes relatifs que celui du marché obligataire. 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