



PLATINIUM

Flash Stratégie novembre 2015

Porteur de Livre sterling : en être ou ne pas en être ?

Paris, le 25 novembre 2015

Au mois d'octobre la livre sterling a progressé de quelque 5 % au moment où D. Cameron fixait le cadre de sa future négociation avec les représentants de la Zone euro, avant de soumettre au référendum la question du maintien de la Grande Bretagne dans l'Union Européenne. Sur les bases actuelles, il est clair que les exigences de la Grande-Bretagne sont telles qu'elles ne peuvent qu'aboutir à sa sortie de l'Union Européenne.

Dans ce cas la Livre resterait une monnaie indépendante. Aujourd'hui les monnaies « indépendantes », Couronne Suédoise ou Danoise ou Franc Suisse, se sont plus ou moins arrimées à l'Euro. Parfois ces arrimages sont difficiles à tenir (cf. les taux négatifs utilisés par les banques centrales de ces 3 pays) mais les écarts restent limités pour le moment. En revanche la Livre conserve une autonomie complète et son cours est loin d'être arrimé à celui de l'Euro.

La Banque d'Angleterre ne semble pas souhaiter établir une relation stable avec l'euro. La Livre Sterling peut donc fournir des opportunités d'arbitrage contre Euro en fonction de la conjoncture. Est-ce le moment ?



203 rue du Faubourg Saint Honoré 75008 PARIS
Tél. : +33 1 82 83 81 40 Fax : +33 1 42 68 03 30

PLATINIUM GESTION société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 23-02-2005 sous le n° GP-05000005
SAS au capital de 750 000 Euros - 480 778 687 RCS Paris - TVA intracommunautaire FR05480778687

La Livre sterling plus prêt du dollar ou de l'euro ?

Depuis les années 2000, la Livre Sterling s'est plutôt comportée comme une monnaie forte.

La Banque d'Angleterre a l'habitude d'ouvrir les sessions des comités monétaires. Cela ne veut pas dire qu'elle donne la tendance. A l'heure actuelle elle montre tout de même une certaine indépendance puisqu'elle a opté début novembre pour le maintien d'une politique monétaire très souple, alors qu'elle a les mêmes données en main que la FED pour l'essentiel: importateur net, faiblesse de l'industrie traditionnelle, prédominance des services, plein emploi officiel, croissance officielle autour de 2%...

De sorte que si la FED relève ses taux directeurs le 15 décembre, la BOE n'en tiendra pas compte lors de sa prochaine session, le 10 décembre, ni lors de la suivante en janvier 2016. C'est donc le change qui ajustera les positions. De ce point de vue le rapport entre le dollar et la livre s'avère assez stable dans le temps. Au cours de ces 5 dernières années le « range » a été de 0.60/0.65 £ par \$.

Toutefois 2 périodes se sont distinguées avec des écarts de quelque 15 % dans les deux sens : baisse du dollar entre le printemps 2013 et l'été 2014 alors que l'arrêt du QE aux Etats-Unis était programmé, mais avec de nombreuses tergiversations. Par la suite, reprise du dollar contre livre de 0.58 à 0.68 livres pour un dollar entre l'été 2014 et le printemps 2015 avec l'annonce de la normalisation des taux directeurs par la

FED. La tendance 2015 a été essentiellement orchestrée par la probabilité fluctuante de hausse des taux directeurs de la FED. Si la « normalisation » des taux de la FED se confirme, la Livre offre encore une marge de baisse de quelque 5-6 % contre dollar, soit un retour du dollar à ses plus hauts récents contre livre.

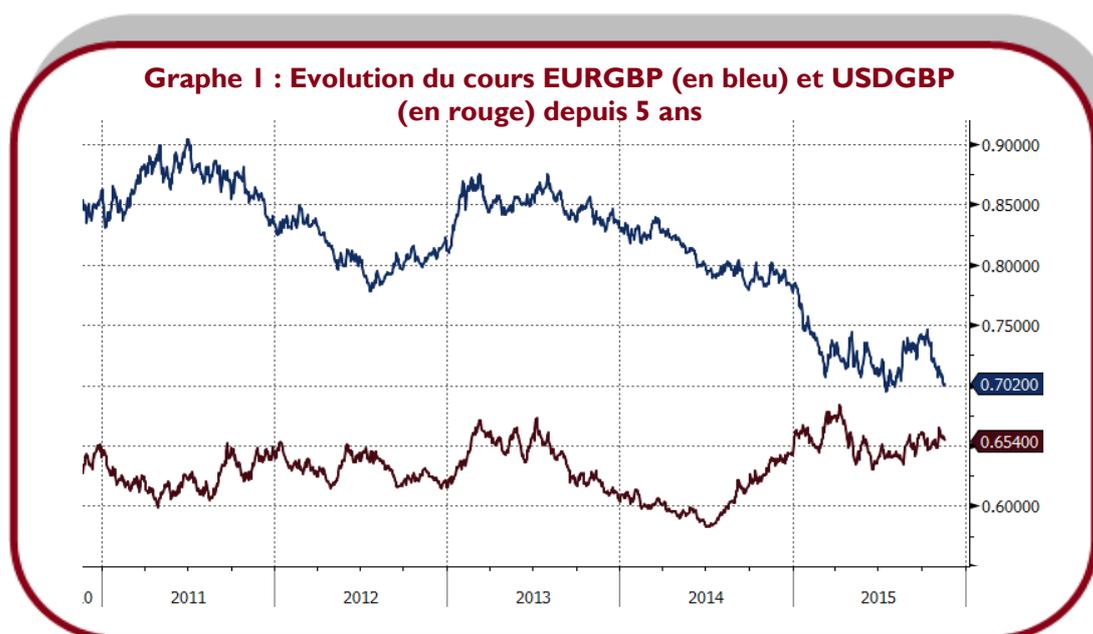
Contre Euro, la Livre Sterling affiche une tendance haussière quasiment continue hormis pendant la période de « sauvetage » de l'Euro par M. Draghi au cours de l'été 2012. Sur ces bases, la livre devrait mieux se comporter que l'Euro pris sous la pression de la politique monétaire expansionniste de la BCE et du probable retour des tensions dans les pays périphériques.

Sur les 5 dernières années la Livre a progressé de près de 30% contre Euro.

La probabilité de la reprise de cette tendance est forte, hormis le rééquilibrage de la politique budgétaire annoncée par M. Cameron et évoqué ci-après.

A plus long terme, depuis la crise financière dans laquelle les banques anglaises étaient très impliquées et où le dollar a joué, paradoxalement, son rôle de monnaie refuge, la Livre Sterling s'est plutôt comportée comme une monnaie forte. Depuis 2009, la livre a progressé contre dollar d'un peu plus de 10 % et de plus de 35 % contre Euro.

Graphe I : Evolution du cours EURGBP (en bleu) et USDGBP (en rouge) depuis 5 ans



A défaut de rapprochement, la zone sterling offrira des opportunités d'arbitrage.

La conjoncture britannique permet d'afficher de meilleurs résultats économiques mais montre des signes de faiblesse comme celle de la zone Euro.

Le risque de déflation n'est pas prêt de s'inverser et se trouve même aggravé par la pratique des QE.

Comme la zone euro la Grande Bretagne est proche de la déflation. Les prix des biens et des services sont encore positifs, supérieurs à 1% en 2015, mais cette performance doit être relativisée. L'évolution annuelle des prix est la plus faible de ces 20 dernières années. Par ailleurs, les prix des biens sont en baisse sur un an

(-2.4%) le plus bas niveau depuis 2002. Les services pour leur part sont en progression de 2.5%. Ce chiffre est lui-même historiquement très bas, niveau atteint seulement en 2009.

En revanche il affiche un rebond en 2015, et se situe actuellement au plus haut de l'année. Il faut néanmoins remarquer que cette forte baisse constatée dans les évolutions annuelles de prix (pire que 2008/2009), date de la mise en place du QE britannique, prouvant, si besoin en était, que la politique de QE échoue à relancer l'inflation.

C'est sur une opinion diamétralement opposée que s'appuient pourtant les banques centrales, notamment la BCE.

Graph 2 : Variation (YoY) des prix des biens (en bleu) et services (en rouge)



La Banque d'Angleterre (BOE) est-elle prête à prendre le virage de la normalisation des taux ?

En revanche la BOE semble vouloir prendre un virage sur ce point crucial : Mark Carney a en effet précisé le 24 novembre, devant le parlement britannique, que la question se posait du meilleur moment pour relever les taux directeurs. Mais son intervention reste prudente : l'institution attendra que la faiblesse des prix internationaux soit compensée par un surcroît d'activité domestique pour agir.

Même si cette période est encore relativement éloignée, la politique de la BOE semble tourner le dos à la

« normalisation » des taux zéro voire des taux négatifs. D'autres membres de la BOE sont intervenus sur cette question sans montrer de consensus.

La surprise tient à une autre partie de l'intervention de Mark Carney qui a ajouté que la productivité pourrait avoir progressé plus vite qu'initialement prévu par l'Institution, ce qui pèserait, si cela devait se confirmer, sur la vitesse de remontée des taux d'inflation.

Le message reste donc prudent même si des ouvertures vers une hausse des taux sont évoquées pour la première fois aussi clairement.

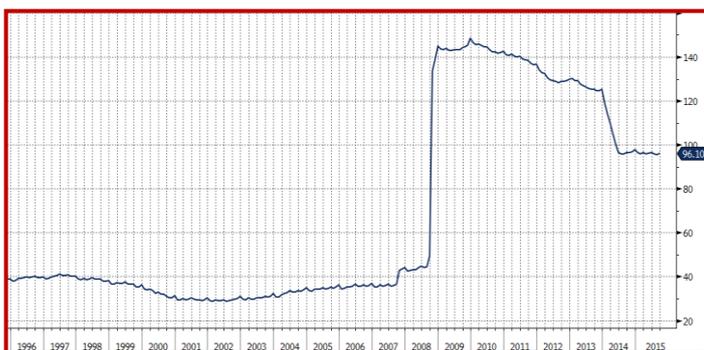
Gestion de la dette publique : un bon point relatif.

Comme la plupart des pays européens, la Grande-Bretagne a dû faire face au défaut de certaines de ses banques lors de la crise financière de 2008/2009. Pour ce faire Gordon Brown avait suggéré des nationalisations ou du moins des prises de contrôle de l'Etat. Elles ont eu lieu de sorte que la dette publique est passée de 45 à 145 % du PIB du Pays en quelques semaines. Au moins cette méthode a permis de remettre sur le marché une part du capital permettant d'améliorer, par la

suite, le ratio dette sur PIB. Celui-ci est ainsi revenu de 145 % à un peu moins de 100%.

Le déficit budgétaire s'est amélioré par rapport au niveau de 2009 mais il reste très élevé, autour de 5 % du PIB. Au moins ce déficit aura permis de rapprocher le taux de croissance du PIB du taux de déficit annuel par rapport au PIB, contribuant, tant bien que mal, au retour vers la stabilité financière.

Graphe 3 : Evolution du ratio dette publique/PIB au UK



Graphe 4 : Croissance du PIB (en bleu) et déficit budgétaire en % du PIB (en rouge)



Malgré ce succès très relatif il reste à redresser les comptes publics plus fondamentalement grâce à la diminution du déficit primaire voire la mise en place d'un excédent primaire. En attendant, le résultat n'est pas acquis car le taux de croissance actuel du PIB (2/2.5%) est encore loin de couvrir le déficit, situé entre 4 et 5% du PIB.

zone euro, et à la moyenne de la zone Euro. Toutefois l'écart se resserre.

La conjoncture : elle est meilleure que celle de la zone euro, mais pas suffisante pour apporter des solutions durables à l'endettement ou à la déflation.

Le taux de chômage est très inférieur à la moyenne de la zone euro, et la conjoncture britannique reste bien orientée selon l'indicateur avancé de l'OCDE. Toutefois cette estimation s'est avérée très optimiste dans le passé notamment avant la crise financière.

Le taux de croissance de l'activité de la Grande Bretagne est supérieur à celui de la plupart des pays de la

Par ailleurs la tendance prévue s'infléchit. La croissance du pays semble même s'aplatir, si l'on se fie aux importations qui stagnent depuis 2 ans. A retenir quand même qu'une bonne partie de la croissance provient de la hausse des prix de l'immobilier qui ré accélère depuis 2013. En 2015, le nombre de transactions supérieures à 2 millions de GBP sont en chute libre.

Graphe 4 bis : Taux de croissance réel YoY du PIB Zone euro (en bleu) et UK (en rouge)



Graphe 5 : Taux de chômage en Zone Euro (en bleu) et aux UK (en rouge)



Graphe 6 : Indicateur avancé OCDE (en bleu) et PIB nominal UK (en rouge)



Graphe 7 : UK : imports (en bleu) et PIB nominal (en rouge)



Graphe 8 : Evolution du prix des maisons en Angleterre



A court terme la Livre sous la pression du referendum.

Un référendum politique aux implications difficiles à cerner.

Avant sa réélection, le premier ministre britannique avait promis un referendum. Il devait avoir lieu en 2017 mais il pourrait être avancé d'un an, à l'été 2016. Il s'agit ici du maintien de la Grande-Bretagne dans l'Union Européenne. Même si quelques exigences ont été avancées pour des rapports plus directs et une collaboration plus étroite entre la zone euro et le reste de l'Europe, la monnaie européenne n'est pas directement concernée. En tout état de cause la Livre et l'Euro continueront de cohabiter. Pour autant il est probable qu'un « non » au referendum entrainerait une perte de confiance et des questions qui pèseraient sans doute sur les deux monnaies.

A cet égard, la Grande-Bretagne semble vouloir imposer ses conditions.

Le Premier Ministre britannique vient de proposer 4 principes « incontournables » aux pays de l'Union Eu-

ropéenne, avant de soutenir politiquement le principe du maintien de la Grande-Bretagne dans l'Union Européenne lors du referendum. Malheureusement 3 de ces 4 points sont des réserves importantes de caractère politico économique, le quatrième concernant l'immigration:

- **Convergence économique** : arrêt des discriminations entre zone euro et autres pays de l'Union européenne.
- **Compétitivité** : inscrire la compétitivité dans l'ADN de la zone euro.
- **Souveraineté** : possibilité que plusieurs pays se regroupent pour rejeter des réglementations qui ne leurs sont pas favorables.

Ces exigences marquent très nettement le territoire britannique dans l'Union Européenne et ne facilitent pas le rapprochement des deux zones européennes. A moins que, comme l'affirme Madame Merkel, tout soit négociable...

Conclusion: A moyen terme la Livre est une monnaie attrayante.

A court terme, le risque de change est lié aux décisions de la FED, au resserrement budgétaire et au risque politique du referendum

Sous l'ère King comme sous l'ère Carney, la Livre s'est avérée sur moyenne période une monnaie forte contre euro et relativement stable contre dollar. Dans ce cadre qui plaide pour une position longue en livres dans les portefeuilles, entrent en lisse notamment :

- **la divergence ou la convergence des politiques monétaires de la FED et de la BOE** : la convergence, si elle se confirme, aura un effet positif sur le change de la Livre, comme ce fut le cas lors de la confirmation de la probable hausse des taux de la FED. Mais la prudence du gouverneur Carney devant le Parlement le 24 novembre dernier plaide pour un décalage dans le temps de la hausse des taux directeurs britanniques.

- **la convergence des politiques budgétaires annoncées plus restrictives des 2 côtés de l'Atlantique** : ces politiques sont récessives. Leur effet sur le change est difficile à mesurer. Mais si les mesures annoncées par la Grande Bretagne en matière de réduction des dépenses publiques se confirment, la Livre Sterling reste avantagée par rapport à l'Euro dont certains membres restent sous la menace d'une dégradation de « rating ».

- **le referendum britannique sur le maintien de la Grande Bretagne dans l'Union Européenne** : un résultat négatif pèserait sans doute sur la Livre dans un premier temps mais pas à moyen terme.

En somme le bilan des facteurs d'influence du comportement de la Livre est plutôt positif. Surtout si le redressement des comptes publics se confirme. A priori il est aussi positif sur les obligations mais reste négatif sur les actions touchées par les effets sur la croissance du redressement budgétaire.

Que retenir ?

La Grande Bretagne s'est désolidarisée de l'Euro au moment du règlement de la crise financière avec une gestion pragmatique des nationalisations massives

Le déficit budgétaire a relancé l'économie de la Grande Bretagne mieux que le QE.

La gestion des déficits et de la dette est très tendue. Mais, dans leur majorité, les pays européens sont dans une situation encore pire.

A moyen terme la Livre confirmera sa sur performance par rapport à l'Euro. A court terme, si elle se confirme, la hausse des taux directeurs de la BOE sera positive pour la Livre.



Jean Borjeix
Gérant
jborjeix@platinum-
gestion.fr

Avertissement

Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement