

Flash Stratégie

Novembre 2016



La Livre Sterling victime du Brexit ? Ce n'est pas si sûr...

Paris, le 30 novembre 2016

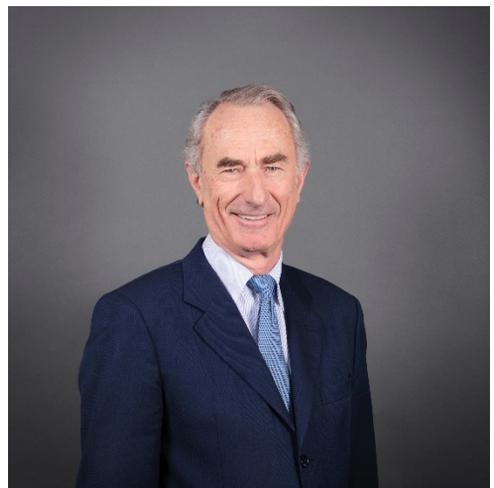
Il y a un an l'étude de la situation du Royaume-Uni avait une connotation positive, surtout par comparaison avec les autres pays de l'Union européenne. Les points positifs de l'analyse portaient sur l'activité et la croissance effective ou anticipée, le niveau de l'emploi et des évolutions de prix excluant la déflation.

Toutefois deux situations ternissaient le tableau d'ensemble :

- le déficit budgétaire et la mise en place de moyens permettant de le réduire alors que le déficit avait soutenu une croissance bien supérieure à la moyenne européenne ;
- le vote sur le maintien du Royaume-Uni dans l'Union Européenne, alors que son issue était incertaine (Brexit).

De fait, la Livre Sterling a accéléré la baisse qui était en cours (- 15% sur un an) en raison de l'annonce par le précédent gouvernement de rééquilibrage budgétaire sur les 3 ans à venir, auquel s'est rajouté l'effet négatif du Brexit (-15%) soit 30% en dollars depuis la mi-2014.

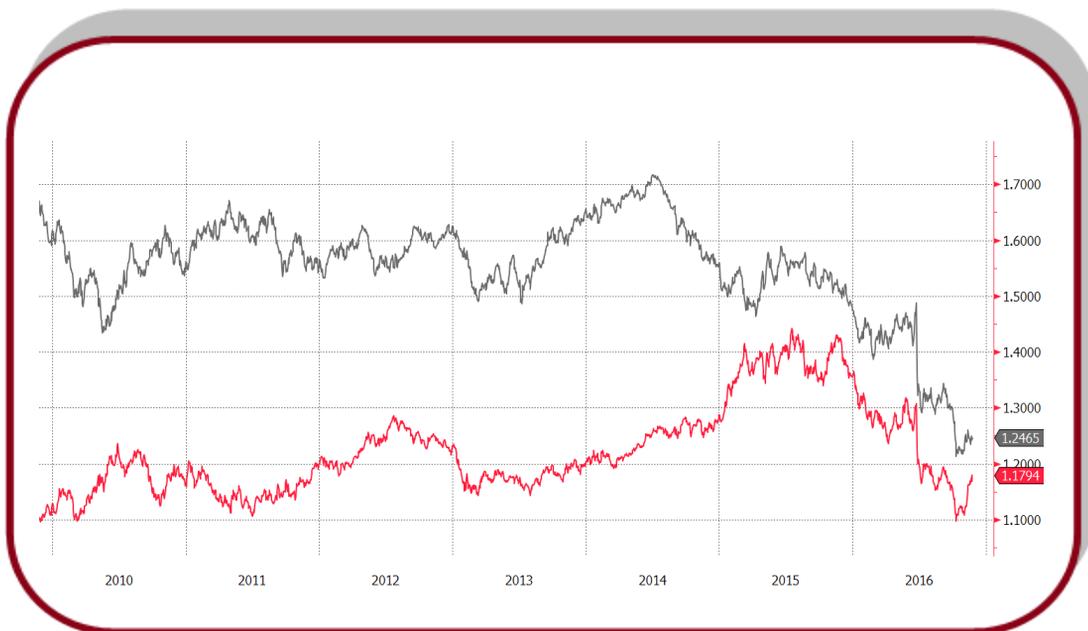
Peut-on considérer ce mouvement de baisse comme terminé ?



Jean Borjeix
Président du Comité d'investissement

Graphique n°1: Evolution du taux de change

Evolution GBP/EUR (rouge) et GBP/USD (gris)



Source : Bloomberg

Situation de l'économie britannique : plutôt favorable comparée aux autres pays de l'Union Européenne, mais en dégradation

En termes de **croissance** du PIB, le Royaume-Uni affiche en 2016 des chiffres supérieurs à ceux de l'Union Européenne comme en 2015, autour de 30 à 40 points de base.

En termes **d'activité des entreprises**, les données des enquêtes sont supérieures à celles de l'Europe avec des PMI de 55, bien au-dessus de la moyenne européenne.

La **confiance des consommateurs** est aussi supérieure à celle des autres pays européens, en particulier, ceux de la zone euro de quelque 0.2 points (0.7 contre 0.5) soit 40% de mieux.

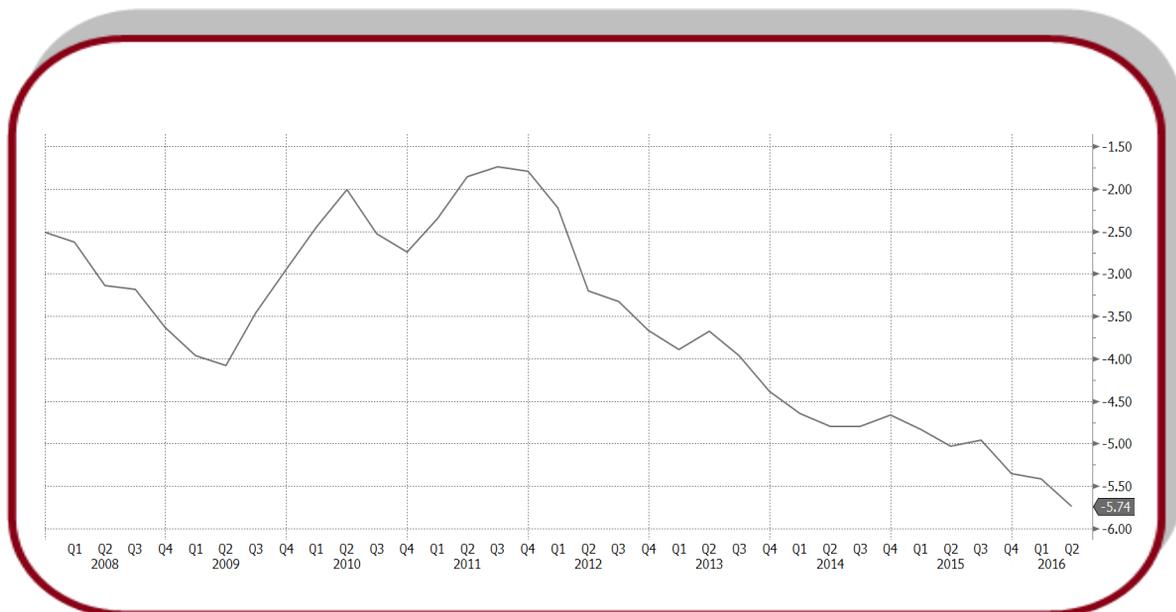
Le **taux de chômage** est plus proche de celui des Etats-Unis (autour de 5%) que de celui de l'Allemagne (7.5 %) et, surtout, des autres pays européens (10% en moyenne).

La **hausse des prix** (1%) est plus proche de celle attendue par les banques centrales (2%) et s'avère double de celle des pays de la zone euro (0.5%).

En somme, on peut dresser un **bilan plutôt avantageux** même s'il est partiel, terni par quelques chiffres décevants.

Graphique n°2: Le déficit courant

Evolution de la balance courante du Royaume-Uni par trimestre



Source : Bloomberg

La faute de George Osborne

La **baisse de la Livre Sterling** ne date pas du vote en faveur du Brexit. Le mouvement dans lequel se situe la monnaie britannique aujourd'hui (-30% par rapport au dollar) date de mi-2014. Cette baisse est la conséquence d'un plan visant à rééquilibrer les comptes publics à la suite d'une longue période de déficits.

Annoncé en 2014 par le chancelier de l'échiquier G. Osborne, l'ensemble des mesures a été jugé **récessif** par les marchés des changes. **La Livre en a souffert vis-à-vis de l'euro et plus encore vis-à-vis du Dollar.**

G. Osborne a cherché à rééquilibrer les comptes publics et réduire les **déficits extérieurs** que ce soit au niveau de la balance des paiements ou au niveau de la balance courante.

Les déficits courants depuis la crise financière se sont accumulés. Ils atteignent aujourd'hui un point bas entre -5% et -6% du PIB. Ce chiffre est le plus mauvais des pays du G7 et s'avère bien plus large que les déficits des moins performants des pays de la zone Euro. L'ensemble de la zone Euro affiche d'ailleurs un solide excédent entre 3 et 4 %. Seuls parmi les pays du G7 les Etats-Unis (-2.5 % du PIB), le Canada (-3.5 %), et la France (-1%), accompagnent le Royaume- Uni.

C'est la faiblesse des **échanges extérieurs britanniques qui pèse lourdement** sur la Livre Sterling depuis plus de deux ans.

De façon classique, le déséquilibre des échanges extérieurs entraîne des achats importants de devises étrangères. Les déficits cumulés de la balance des comptes courants britanniques depuis la crise financière sont importants. La part importée du PIB sur la période a été produite à l'étranger notamment en Europe au lieu d'être produite en Grande-Bretagne.

La Livre sterling, monnaie refuge de 2010 à 2014, s'est **ajustée en fonction du cumul des déficits** intérieurs et extérieurs dès l'été 2014 vis-à-vis du Dollar.

Le schéma visant à rétablir l'équilibre des comptes publics incorporera des hausses de prix qui vont s'accroître avec la baisse de la livre. Ces hausses de prix vont peser sur la consommation des ménages britanniques, redressant du même coup les comptes extérieurs. Les flux de capitaux sortant du Royaume-Uni devraient alors se réduire et, de ce fait, **soutenir la Livre.**

Dans ce cadre le NIESR (National Institute of Economy and Social Research) prévoit déjà une amélioration: le déficit extérieur passant de 5.4 % du PIB à 4.5% puis 1.7 % du PIB en 2017, avec 4% d'inflation⁽¹⁾.

Ce schéma sera d'autant plus difficile à atteindre dans l'environnement du Brexit où les valeurs de référence ont changé, Moins de rigueur plus de croissance.

L'effet Brexit après l'effet Osborne

L'impact du Brexit sur l'économie britannique n'est pas mesurable au stade actuel. Mais le Brexit n'a pas que des effets négatifs.

Le schéma de rigueur de George Osborne a de fortes chances d'être en grande partie abandonné par Theresa May qui a avancé des principes pour le moins différents de l'orthodoxie de George Osborne, propres à remettre en cause les soutiens à la livre qui viennent d'être évoqués.

Seul le gouverneur de la Banque Centrale, Mark Carney, qui a été confirmé pourrait exercer certaines contraintes dans la ligne du schéma de George Osborne, vis-à-vis du nouveau gouvernement. Mais son discours actuel semble plus soucieux de soutenir la croissance ou de faciliter la mutation de

la politique de Theresa May puisqu'il évoque une possible **baisse des taux** dans les mois à venir.

Avec recul, le Brexit s'est avéré être la première brèche dans le schéma de fonctionnement des principales économies occidentales au cours de la période qui a suivi la crise financière.

Le mouvement de rébellion vis-à-vis d'un système qui n'a pas su générer la croissance attendue à la sortie de la grande récession y a trouvé sa première traduction réelle.

L'élection de Donald Trump va dans le même sens. Le référendum en Italie et les élections de 2017 ne devraient pas inverser cette tendance.

L'appui à la Livre de Donald Trump et du CBI

Donald Trump affiche une préférence liée à la tradition des relations entre les deux pays. Il cherche d'ailleurs à rencontrer Theresa May le plus rapidement possible. Il se peut que la relation entre les deux Etats se traduise par une dispense de droits de douane renforcés vis-à-vis du Royaume- Uni.

Cette situation n'est pas neutre pour le Royaume-Uni dont la balance des comptes courants avec les Etats-Unis est en sa faveur. L'excédent 2015 était de 14 milliards de livres. Les exportations vers les Etats-Unis représentent 17 % des exportations globales du Royaume Uni et ont progressé de 20 % sur 2 ans.

Dans ce cadre, la forte baisse de la livre sterling vis-à-vis du dollar à la suite du vote pour le Brexit, doit clairement **soutenir les exportations** vers les **Etats-Unis** et les exportations **globales**. La tendance au rééquilibrage des comptes courants devrait se confirmer fin 2016.

Pour autant les effets pervers mais traditionnels de la dévaluation (hausse des prix des produits importés) vont apparaître progressivement dans les comptes extérieurs du Royaume-Uni. A ces effets pervers devraient s'ajouter les

effets négatifs du ralentissement du **commerce mondial** déjà en place depuis les années 2000, aggravé par la crise financière de 2008 et freiné par les nouveaux droits de douanes s'ils sont appliqués.

L'appui du Patronat britannique.

Avant sa réunion annuelle, le patronat britannique (CBI) qui regroupe 190.000 entreprises a fait état de ses exigences auprès du nouveau gouvernement de Theresa May. De façon surprenante, **celles-ci se limitent à la clarté de la transition** et ne concernent pas le fond de la nouvelle politique issue du Brexit.

Elles cherchent à éviter une rupture brutale des circuits économiques en cours. Elles cherchent aussi à sécuriser l'environnement des investissements au-delà de 2019. Il semble que l'implication de Theresa May accompagnée de quelques avantages fiscaux ait facilité certains accords.

Il y a donc de fortes chances que la complaisance des patrons britanniques et l'influence de Donald Trump dont on a vu l'effet sur le Dollar, soit positive pour la Livre Sterling.

Conclusion: la Livre Sterling laboratoire financier

La Livre Sterling a joué à plusieurs reprises le rôle de laboratoire d'une nouvelle politique monétaire et financière en particulier dans les années 80 sous l'impulsion de Margareth Thatcher et Milton Friedman.

Aujourd'hui la question d'un nouveau modèle économique et financier peut se poser après le Brexit et la forte baisse de la Livre Sterling vis-à-vis du Dollar et de l'Euro qui l'a accompagné. La relation avec le patronat semble meilleure que prévu mais elle s'explique par les relativement bons résultats économiques obtenus après le Brexit.

Ces résultats sont-ils durables ou simplement dus à des achats avancés de précaution ?

C'est la monnaie britannique qui donnera la solution. En attendant il est possible d'envisager un rebond de la livre sterling ne serait-ce que sur le pari raisonnable d'une réussite dans le domaine de la croissance avec l'appui des entreprises, apparemment moins touchées que prévu par le Brexit .

Que retenir ?

- La Livre Sterling est restée à des niveaux élevés pendant la crise financière, offrant la protection d'une valeur refuge.
- Mais il n'y a pas eu de miracle. Les déficits intérieurs et extérieurs ont sanctionné le décalage entre les politiques économiques du Royaume-Uni et celles des autres pays développés.
- Donald Trump de plus en plus un allié « naturel » devrait indirectement soutenir le livre.
- Le patronat britannique plus coopérant que prévu.
- La Livre Sterling a la capacité de rebondir significativement.



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.



Dominique CARRIERE

Directeur Général

dcarriere@platinum-gestion.fr

Tel : 01 82 83 81 47 / 06 11 48 61 61

203 Rue du Faubourg Saint-Honoré
75008 - PARIS



Boris MICHEL

Responsable développement

bmichel@platinum-gestion.fr

Tel : 01 82 83 81 48 / 06 71 44 03 29

203 Rue du Faubourg Saint-Honoré
75008 - PARIS

⁽¹⁾ Le schéma de redressement de G. Osborne est apparu comme un objectif très théorique, ou très « politique ».

Depuis, l'organisme « Office for Budget Responsibility » (OBR), indépendant mandaté par l'Etat pour surveiller par périodes l'exécution du budget, a fait les prévisions suivantes :

Croissance en baisse : 1.4% en 2017 contre plus de 2% en 2016 et 1.7% en 2018. La croissance actuelle ne serait retrouvée qu'en 2019.

Inflation en 2017 : 2.6%, comme en 2018.

La dette publique atteindrait d'ici 2020 la zone de 100% du PIB à 1900 milliards de Livres et le déficit public serait dans l'immédiat supérieur à 120 milliards de Livres: des chiffres plutôt décevants par rapport aux ambitions de George Osborne.

Toutefois ces données incorporent les effets financiers estimés du Brexit plutôt négatifs. Mais, en contrepartie, le Royaume-Uni bénéficiera de 23 milliards de Livres d'un fonds pour la productivité. Ces 23 milliards de Livres sont destinés à mettre en place sur 5 ans les infrastructures nécessaires à l'amélioration de la productivité (investissements transports...).