

Lettre n°66

Où va le Royaume-Uni ?

« Libérons le monde de l'approche d'une catastrophe, chargée de ses calamités et de ses tourments, que la langue des hommes est impropre à décrire »

Discours de Churchill à la Chambre des communes en avril 1936.

Après 1976, 1992, 2008, 2016, le pays va-t-il connaître une nouvelle crise financière ? En 1976 La Grande-Bretagne avait dû recourir au FMI pour un prêt ; en 1992 la Livre s'était effondrée malgré des taux portés à 15% ; en 2008 il s'agissait de la crise financière mondiale et en 2016 des conséquences du Brexit.

Aujourd'hui, le pays est confronté à 5 problèmes conjoncturels ou structurels : économique avec une faible croissance toutes ces dernières années ; monétaire avec la plus forte inflation des pays du G7 ; financière avec les risques présentés pour les fonds de pension et les emprunteurs immobiliers suite à la forte hausse des taux longs ; politique avec un gouvernement non élu qui défend un programme non financé à contre tendance des aspirations actuelles et enfin commercial avec les conséquences du Brexit.

A l'approche de cette crise, espérons que Liz Truss se souviendra du mot de Churchill cité en exergue car le monde, la planète finance n'ont pas besoin d'une nouvelle catastrophe.

- Le programme d'allègement d'impôts du nouveau gouvernement :

A la lumière de l'expérience des dernières décennies, les baisses d'impôts n'ont pas systématiquement entraîné une augmentation structurelle du taux de croissance, de même que les hausses d'impôts ne se sont pas nécessairement traduites par une diminution des taux de croissance.

L'exemple le plus topique est bien sûr celui des États-Unis car les baisses d'impôt sur le revenu décidées par Reagan n'ont pas accru la croissance potentielle à long terme et ensuite la suppression des réductions de ces impôts, sous l'ère Clinton n'a pas empêché l'économie de croître plus rapidement.

Dans le même ordre d'idées, si la Grande-Bretagne depuis l'époque de Margaret Thatcher bénéficie de taux d'imposition plus faible que beaucoup de pays d'Europe continentale, sa croissance économique et le taux d'investissement n'ont pas été favorisés.

Aussi, la proposition de Liz Truss d'abaisser la tranche marginale à l'impôt sur le revenu de 45% à 40% avait d'autant moins de chances de dynamiser la croissance, qu'au même moment la hausse des taux pénalise les emprunteurs immobiliers, amenuise la confiance et rogne le pouvoir d'achat.

Le gouvernement a dû renoncer à la suppression de la tranche marginale à 45% mais cela ne représente qu'une économie de £2 milliards, soit 0.1% du PIB.

Le programme global de la Première ministre, £45 milliards, 1.5% du PIB, le plus important budget de réduction d'impôts depuis le début des années 70, n'était pas financé. Il prévoyait un allègement des cotisations sociales, un maintien du taux d'impôt sur les sociétés à 19% alors que Boris Johnson avait prévu de l'augmenter. Ce programme tombait d'autant plus mal que le gouvernement, quelques jours auparavant, avait annoncé un plan de plus de £100 milliards, soit plus de 4 points de PIB, pour instaurer un plafonnement à la facture énergétique des ménages.

Aussi, le déficit budgétaire pourrait approcher 9%, le déficit commercial pourrait-il être aggravé, et le déficit courant être porté à 10% du PIB.

Ce programme néolibéral ne répond pas aux attentes d'une population en quête de protections accrues, d'un redressement du service de santé et d'une réduction des inégalités. N'oublions pas que Boris Johnson, en rupture avec l'idéologie traditionnelle du parti conservateur, avait été élu avec l'annonce d'une hausse des impôts afin, notamment, de financer des investissements dans le nord ouvrier et pauvre, une terre historiquement fidèle au labour party et pour la première fois ralliée au parti conservateur.

Aujourd'hui et c'est inédit depuis longtemps, le parti travailliste mène dans les sondages avec près de 55% des intentions de vote contre à peine plus de 20% pour les Conservateurs.

La faible croissance structurelle :

Que Liz Truss puisse souhaiter accroître le potentiel de croissance de l'économie britannique se comprend au regard de la piètre performance relative du Royaume-Uni ces deux dernières décennies. Il reste que le programme est inadapté et incapable de restaurer la confiance, clé pour inciter à la consommation car non financé.

- *Le déclin relatif :*

Le PIB avait enregistré une chute record de 9,4% en 2020. Il a ensuite augmenté de 7,5% en 2021 mais la Grande-Bretagne, a été le dernier pays du G7 à retrouver son PIB d'avant COVID, seulement au premier trimestre de cette année.

Depuis 2008, la croissance annuelle moyenne n'excède pas 1.2%. Le pays a la plus faible productivité car il est dans une situation de sous-investissement chronique.

Plus fondamentalement, le PIB/heure travaillée depuis la fin des années 90, selon le magazine The Economist, augmente moins vite qu'en Allemagne et en France et le Brexit en cassant les chaînes d'approvisionnement a encore dégradé la tendance.

Selon Martin Wolf, le revenu disponible brut médian, entre 2014 et 2018, aurait légèrement baissé et il serait 9% inférieur à celui de la France, 16% inférieur à celui de l'Allemagne. Le PIB par habitant qui était à 92% de celui de l'Allemagne en 2007 ne serait plus qu'à 82% en 2021.

Au 2e trimestre, le PIB a stagné, -0.1%, et un recul est attendu au 3e trimestre.

En 2022, le revenu disponible après impôts devrait, selon la Banque d'Angleterre, diminuer de 3.7%, pire repli depuis 1963. Les immatriculations de voitures sont tombées de 1,8 million mi 2021 à 1,5 million, chiffre le plus faible depuis la fin des années 1970. Et, c'est toute la consommation qui devrait diminuer ces prochains mois.

L'agence Fitch anticipe un recul du PIB de 1% en 2023.

- *Les atouts :*

Sur le plan industriel, le Royaume-Uni préserve certains atouts dans l'industrie pharmaceutique, la défense, l'aéronautique mais tout cela présente un faible effet d'entraînement sur l'économie car l'industrie ne représente guère plus que 10% du PIB. Le déficit commercial est très élevé, £27,9 milliards au 2e trimestre et sur l'année il atteint 8% du PIB.

Les positions fortes de l'Angleterre sont toujours dans les services. Mais, les institutions financières anglaises à la fin de cette année ne pourront plus servir les clients européens depuis Londres et devront le faire depuis des filiales installées en Europe.

- **Les priorités :**

Aujourd'hui, le pays a davantage besoin d'investissement que de réduction d'impôts ou de mesures de dérégulation. Il faut réduire les fractures régionales et Boris Johnson l'avait bien compris. Il faut trouver un moyen de diriger une partie des £4600 milliards gérés par les fonds de pension vers les secteurs d'avenir.

La plus forte inflation du G7 :

Le taux d'inflation a été de 10,1% en juillet, très supérieur à l'augmentation des salaires de 4,7%, et cette différence provoque de nombreux mouvements sociaux.

- **Les causes :**

Outre les causes observées dans tous les pays, énergie, goulots d'étranglement..., les pressions inflationnistes s'expliquent entre autres par le faible niveau du chômage, la difficulté à embaucher suite aux limitations imposées à l'immigration lors du Brexit. On estime qu'il manque un million de travailleurs, principalement dans le bâtiment, l'hôtellerie, la restauration et la logistique.

Compte tenu du bouclier tarifaire récemment annoncé, le pic d'inflation sera plus faible que redouté mais la Banque d'Angleterre doit continuer à augmenter ses taux.

- **Une banque centrale contrariée :**

En septembre, le taux officiel, venant de 0.1% en début d'année, a été augmenté pour la 7^{ème} fois de 0,50% à 2,25%, mais cela est insuffisant au regard des chiffres d'inflation.

La Banque centrale avait annoncé un programme de réduction de son bilan, récemment à £838 milliards (€960 milliards) mais les récentes annonces du gouvernement sont venues contrarier ce programme.

Bien au contraire, bousculée par les événements, la Banque centrale a doublé son programme de rachat quotidien jusqu'à £10 milliards et a accepté de racheter des obligations indexées sur l'inflation pour mieux soutenir la £, pallier les dysfonctionnements de marché et freiner la hausse des taux longs. Concrètement ces derniers jours, les achats quotidiens ont été approximativement de £800 millions mais le taux à 30 ans est à 4.70%.

Les achats récemment opérés par la Banque centrale pourraient alimenter les pressions inflationnistes car ils s'apparentent à du « quantitative easing ».

La prochaine réunion de la Banque centrale est prévue début novembre. Une hausse des taux d'un minimum de 0,75% est attendue et la perspective est celle d'un taux directeur à 4.5% en 2023.

Attaque sur la devise et les taux :

Le programme de Liz Truss n'étant pas financé, les marchés s'alarment, la devise s'affaiblit, les taux se tendent, le secteur immobilier s'inquiète et les fonds de pension sont fragilisés.

- **Une devise faible :**

La devise britannique est depuis longtemps une devise faible. Souvenons-nous, en 1945, £1 était égale à \$4.07, en 1960, la parité était déjà tombée à \$2,80, à la veille du Brexit, c'était pire, \$1,48 et, récemment, suite à l'annonce des mesures du gouvernement de Liz Truss, la livre sterling a touché un point bas à \$1.03 et figure aujourd'hui à \$1.07.

Cette dépréciation de la £ renchérit les importations et aggrave les pressions inflationnistes.

La banque centrale a relativement peu de réserves de change pour défendre la devise, l'équivalent de 4% du PIB.

- ***Les tensions sur les taux :***

Parallèlement aux pressions baissières sur la devise, on observe des tensions sur les taux d'intérêt à long terme à 4.64% pour le taux à 10 ans en séance jeudi, loin du niveau de 0.7% il y a un an, et l'anticipation d'une nouvelle hausse, dans l'urgence, peut-être même avant la réunion de novembre.

Ce taux à 10 ans est plus proche de ceux de la Grèce et de l'Italie que de ceux de la France et de l'Allemagne et c'est là une des preuves du handicap présenté par le Brexit. Le pays a l'avantage d'avoir une dette moyenne très longue, 13 ans contre 6 ans aux États-Unis. C'est la plus longue de tous les pays développés.

- ***La fragilisation du secteur immobilier :***

La hausse des taux hypothécaires menace le secteur immobilier. Les prix immobiliers sont encore en hausse de 9% sur 1 an mais récemment ils ont commencé à baisser et cela n'est qu'un début.

Les taux hypothécaires étaient à 1.6% en janvier, au-dessus de 5% jeudi et ils pourraient atteindre 6% au début de l'année prochaine.

Un tiers des Anglais sont concernés. 25% des crédits sont à taux variables et les autres à taux fixes mais sur des durées courtes, inférieures à 5 ans. Ainsi, 2.4 millions/8.4 millions hypothèques à taux fixe viennent à échéance d'ici fin 2023.

- ***La fragilisation des fonds de pension :***

Les fonds de pension confrontés à des problèmes de liquidités sont très impactés par les tensions sur les taux et sont parfois obligés de vendre des fonds immobiliers ou des obligations aggravant les problèmes sur ces produits et obligeant certains fonds à bloquer les rachats.

On rappellera que la Lifetime Savings Association gère 30 millions de personnes et £1,300 milliards d'actifs. Aussi, à la tête de la Banque centrale, Andrew Bailey est contraint de proroger les achats au-delà de vendredi 14 octobre.

Les conséquences du Brexit :

Quelques années après le Brexit, on ne voit aucune trace d'un dynamisme accru car le pays manque de main-d'œuvre et beaucoup d'entreprises ont dû renoncer à exporter dans l'Union européenne, pourtant leur premier marché.

- ***L'U.E, toujours 1^{er} partenaire :***

L'U.E absorbait avant le Brexit plus de 50% des exportations britanniques et cela n'a guère changé.

Le Brexit pénalise les exportations et le pays n'a toujours pas commencé la dérégulation, pourtant motif important de la sortie de l'U.E.

En 2021, les exportations vers l'Union européenne étaient de 12% inférieures à celle de 2018 et celles de l'Union européenne vers le Royaume-Uni 15% inférieures. À l'export, beaucoup d'entreprises britanniques ne sont pas équipées pour procéder à toutes les formalités d'accès au marché européen, un certain nombre d'entreprises anglaises ont choisi l'implantation directe en Europe pour profiter de la demande mais c'est là le contraire des attentes des partisans du Brexit qui pensaient rapatrier des activités.

Au premier semestre de cette année, les importations en provenance de l'Union européenne ont diminué d'un quart car le coût administratif a été dissuasif.

- ***L'épine irlandaise :***

Les relations avec l'U.E sont mauvaises à cause du non-respect du protocole irlandais.

Boris Johnson avait remis en cause le statut douanier de l'Irlande du Nord au mépris de l'accord signé alors du Brexit et on attend la position de Liz Truss sur ce sujet. Suite à la victoire du Sinn Féin aux élections en Irlande

du Nord, la marche vers la réunification des deux Irlande et un démembrement du Royaume-Uni pourraient à terme s'accélérer.

Rappelons que la fin de la guerre civile entre les 2 Irlande ne date que de 1998 avec « les accords de la Toussaint » et lors du Brexit, on avait voulu éviter le rétablissement des frontières afin de prévenir le risque d'une reprise de la guerre civile. Cette frontière avait été mise en mer et les produits destinés à l'Irlande du Nord devaient respecter la législation européenne pour entrer en République d'Irlande ; Boris Johnson a signé cet accord mais ne l'a pas respecté.

L'activité portuaire peine au Royaume-Uni alors qu'en République d'Irlande elle a augmenté de 50% par rapport au niveau d'avant Brexit.

- ***Le coût du Brexit :***

Selon l'Office du budget, OBR, le Brexit va amputer la croissance de 4 points de PIB par an, soit \$80 milliards/an, ne serait-ce que parce que beaucoup d'entrepreneurs n'investissent pas faute de visibilité. Au 2e trimestre de cette année, l'investissement des entreprises était encore de près de 10% inférieur au niveau du 4e trimestre 2019.

En Écosse, le gouvernement de Madame Sturgeon veut un référendum avant la fin 2023.

- ***L'absence d'alternatives :***

Lors du Brexit, le gouvernement britannique s'était fait fort de signer un accord commercial global avec les États-Unis mais cela ne semble pas intéresser le gouvernement américain et pour l'heure, les Britanniques ont dû se contenter d'un accord avec l'Indiana.

Ailleurs dans le monde, les accords conclus ont été avec des petits marchés pour le Royaume-Uni, comme le Japon (£30 milliards d'échange contre €700 milliards avec l'U.E), la Corée du Sud, l'Australie, la Nouvelle Zélande (0.2% du commerce britannique) et le Canada.

Conclusion : « *Cette forteresse bâtie par la nature pour se défendre contre l'invasion et le coup de main de la guerre... cette pierre précieuse dans une mer d'argent* » Richard II de Shakespeare.

Difficile de reconnaître l'Angleterre de Shakespeare dans le tumulte actuel. Depuis l'annonce du programme de Liz Truss, le marché des actions a perdu quelque 5%. Le renvoi du ministre des Finances Kwarteng et finalement le retour à la décision de Boris Johnson de majorer l'impôt sur les sociétés de 19 à 25%, mesure que Liz Truss souhaitait annuler, peuvent calmer ponctuellement le marché mais £25 milliards d'allègements d'impôts persistent et ils ne sont pas financés. L'incertitude devrait prévaloir et le maintien de Liz Truss ne semble pas assuré.

Le FMI et Moody's s'inquiètent pour le Royaume-Uni. S&P abaisse la note de la Grande Bretagne de AA stable à AA avec perspective négative et, en résumé, pour stopper cette crise, le gouvernement devrait renoncer à ce programme d'allègements non financé.

Dans le climat de tensions actuelles sur la devise et les taux, il ne va pas être facile pour la Banque centrale de stopper ses interventions mais ce faisant elle contredit son objectif de réduire la taille de son bilan et de lutter contre l'inflation, plus élevée qu'ailleurs parmi les membres du G7.

Enseignement à retenir pour la stratégie de placement et l'évolution des marchés, l'attitude de la Banque d'Angleterre qui, entre deux maux, l'inflation et la crise financière ou la récession se montre plus préoccupée par le second. En d'autres termes, la Banque centrale n'est pas totalement libre de ses mouvements pour contrer l'inflation ou est prête à tolérer davantage d'inflation.

Plus fondamentalement, nous pouvons reprendre les mots de notre introduction à la lettre 44, en novembre 21 « le Brexit a été une erreur coûteuse pour le Royaume-Uni et pour l'Union européenne, une déception politique car le Royaume-Uni partage les mêmes valeurs démocratiques que les pays d'Europe de l'ouest mais, en revanche, l'opportunité économique d'un approfondissement de l'Union, jusqu'alors systématiquement bloqué par les Britanniques. »

Genève, le 17 octobre 2022

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre
248 Queen's Road East
Wanchai, Hong Kong
T: +852 9685 9300
E: info.hongkong@singalliance.com

SingAlliance Pte Ltd

(DIFC Representative Office)

The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC
PO Box 121208 Dubai, UAE
T: +971 (0) 4 401 9158
E: info.dubai@singalliance.com



Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.