



19 mars 2018

Plus que 12 mois pour un accord sur les modalités du Brexit

Fléchissement du PIB. Plus que 12 mois pour un accord sur les modalités du Brexit. La livre reste sereine. Politique monétaire inchangée. Hausse des taux longs. Prudence sur les actions.

Points-clés

- Fléchissement de l'activité conjoncturelle au 4^{ème} trimestre (+0.4%), estimation 2018 +1.5%
- Accord bienvenu sur la période de transition post-Brexit dans un contexte tendu
- Eviter un échec programmé dans 12 mois
- Chiffrage inquiétant des coûts des divers accords commerciaux envisageables
- Le contribuable britannique paiera jusqu'en 2064 son choix du Brexit
- L'inquiétude monte aussi du côté des entreprises et des multinationales - départ d'Unilever
- La livre reste sereine et confiante contre l'euro
- Les taux directeurs resteront stables au 1^{er} semestre
- Hausse probable des taux longs du Trésor à 2%
- Actions britanniques : rester prudent

Accord bienvenu sur la période de transition post-Brexit dans un contexte tendu

On peut se réjouir de cet accord qui semble enfin apporter des solutions à la problématique des droits des citoyens, pendant deux années supplémentaires après la date butoir du 29 mars 2019. Une période de transition de deux ans a en effet été accordée au Royaume-Uni, pendant laquelle le pays ne participera plus au processus de décision de l'Union européenne, mais conservera néanmoins tous les avantages et les bénéfices du marché unique, de l'union douanière et des politiques européennes. Le Royaume-Uni devra donc aussi respecter toutes les règles européennes, au même titre que les Etats membres. Le Royaume-Uni et l'Union européenne se sont donc entendus pour signer un accord, certes bienvenu et prévisible, mais qui ne règle aucune question de fond.

Cet accord permet avant tout de gagner du temps et de la flexibilité, mais il ne règle pas en soi les questions toujours en suspens. Il n'est, en fait, rien d'autre qu'une concession logique et rationnelle accordée aux acteurs en présence pour permettre une application moins brutale des règles, encore à définir, et qui auraient dû, sans cet accord, entrer en vigueur sans délai le 29 mars 2019. Il fixe donc une période de transition qui permettra une planification et une adaptation plus en douceur des institutions, des entreprises et des citoyens aux nouvelles règles applicables. Mais il ne dit encore rien du futur contexte du Brexit. C'est certainement une nouvelle qui aura le mérite d'apaiser quelque peu les tensions présentes dans les négociations. Mais il ne s'agit, de loin pas, d'une avancée majeure, tant il semblait évident qu'une telle période de transition devait être fixée, pour éviter un chaos réglementaire dans un an. Le risque d'un tel accord réside dans le fait qu'il aura, peut-être, tendance à minimiser à nouveau l'urgence de la situation et la nécessité de trouver de véritables solutions aux problèmes concrètement posés par le Brexit. Souhaitons que cette nouvelle étape puisse relancer les discussions de fond entre les parties.

Eviter un échec programmé dans douze mois

En fin d'année 2017, on avait évité de justesse l'enlisement des négociations grâce à un accord de principe arraché à Theresa May. Le 13 décembre 2017, les négociateurs européens pouvaient se féliciter d'une évolution de la position britannique qui ouvrait enfin la porte d'un second tour de négociations entre les deux partenaires. Les européens saluaient ce changement d'attitude avec la plus grande prudence, en rappelant qu'ils entameraient cette nouvelle étape avec la plus grande vigilance. Trois mois plus tard, l'engagement qui apparaissait déjà potentiellement comme une « déclaration d'intention » fragile et arrachée en dernière minute, ne semble pas plus étayée. Certes, le gouvernement britannique ne remet pas en question les principes d'un

accord financier aux contours pourtant imprécis portant sur un montant minimum de 45 à 50 milliards d'euros, mais les tergiversations se poursuivent et freinent le processus à peine relancé. L'attitude des négociateurs britanniques pose un problème majeur au processus de négociation pourtant indispensable au Royaume-Uni. Le comité parlementaire britannique qui supervise les négociations du Brexit réalise désormais que les discussions entre Londres et Bruxelles n'avancent pas, au risque de retarder le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne. Peu de progrès ont en effet été réalisés sur les questions des droits des citoyens expatriés, de la frontière entre l'Irlande du Nord et la République d'Irlande ainsi que sur la question du modèle de tarifs douaniers applicable. Cela ne devrait être une surprise pour personne, mais le temps presse, sans que l'urgence de la situation ne semble pouvoir motiver les parties à trouver un terrain d'entente réaliste. Le délai de deux ans fixé pour la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne arrive à échéance le 29 mars 2019, soit à peine dans un an ; la moitié du temps alloué à la recherche d'une voie de sortie s'étant déjà écoulé. Les européens s'impatientent à nouveau, à juste titre, face à l'indécision britannique. Michel Barnier, négociateur en chef de la Commission européenne pour le Brexit, ne cache pas une forme d'agacement, après que la 1ère ministre britannique Theresa May ait rejeté l'ébauche juridique d'un accord de retrait qui devra encore être évoqué lors du prochain sommet des Etats membres de l'union les 22 et 23 mars. Le ton pourrait à nouveau se durcir car l'agacement devient de plus en plus perceptible, face aux exigences « irréalistes » des britanniques. Le Royaume-Uni pourrait bien sortir comme il le souhaite du marché intérieur de l'union douanière, retrouver son autonomie réglementaire et son indépendance juridique, mais il devra accepter d'en payer le prix. L'Union européenne n'a aucunement l'intention de laisser les britanniques construire une sortie « sur-mesure » qui leur permettrait de choisir un marché intérieur « à la carte » et les éléments qui leur conviendraient en refusant ceux au-delà de leurs « lignes rouges ». L'impatience monte à nouveau. Le président de la Commission européenne, Jean-Claude Juncker, appelait lui aussi les britanniques à un peu plus de discipline et de réalisme en leur enjoignant de se concentrer rapidement sur les éléments fondamentaux. Les discussions se sont, pour l'instant, focalisées sur la définition d'un traité de Brexit incluant les coûts financiers du divorce, la question des expatriés et celle de la frontière irlandaise. Mais il devient urgent de clarifier la position britannique également sur la question des relations post-Brexit sur le plan commercial et douanier.

Une année complète s'est écoulée, il est grand temps de « traduire les discours en traités, les engagements en accords et les vastes suggestions et souhaits sur la future relation en solutions

réalisables », si l'on ne veut pas programmer dès aujourd'hui l'échec des négociations au 29 mars 2019.

Chiffrage inquiétants des coûts des divers accords commerciaux envisageables

Le gouvernement britannique a récemment évalué la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne à -4.8% de perte de croissance du PIB sur 15 ans. On commence ainsi à appréhender un peu mieux les conséquences du Brexit sur le plan économique, car ce déclin de croissance pourrait aussi signifier une augmentation de l'endettement du pays estimée à **55 milliards de livres sterling** sur la même période, de quoi remettre en question les arguments évoqués par les instigateurs du Brexit en 2016 lors du référendum. Les chiffres calculés par le ministère chargé des négociations sur le Brexit sont également inquiétants pour les deux autres scénarii envisageables. L'adhésion au marché unique, solution déjà réfutée par la 1ère ministre Theresa May, provoquerait une baisse limitée de -1.6% du PIB, tandis qu'une sortie sans accord coûterait -7.7% du PIB. La hausse des besoins de financement de la dette publique pourrait alors atteindre 80 milliards de livres sterling. Le coût potentiel du Brexit n'en finit donc pas de grimper, alors que les solutions recherchées de nouveaux accords de libre-échange avec les Etats-Unis et d'autres pays tiers ne semblent désormais n'avoir que très peu de chance de voir le jour avant mars 2019. Quoi qu'il en soit, même un accord avec les Etats-Unis n'aurait qu'un impact réduit à +0.2% du PIB et serait ainsi largement insuffisant pour compenser les effets estimés avec l'Union européenne.

L'inquiétude monte aussi du côté des entreprises et des multinationales

Le groupe Unilever a récemment annoncé sa décision de regrouper son siège social aux Pays-Bas, après avoir disposé pendant près d'un siècle d'une présence mixte au Royaume-Uni. La multinationale ne paiera désormais ses impôts plus qu'aux Pays-Bas. La nouvelle tombe peut-être au pire moment pour les négociateurs britanniques, à moins que celle-ci ne leur fasse enfin prendre conscience de la réalité et de la perception qu'ont les entreprises des conséquences probables du Brexit. Même si le CEO, Paul Polman, n'a pas souhaité faire le lien entre cette décision et les risques posés par le Brexit, il sera évidemment difficile de ne pas y voir un lien de causalité clair. Une étude récemment publiée laissait entendre que les coûts d'une sortie du Royaume-Uni sans accord avec l'Union européenne étaient estimés à environ 30 milliards d'euros en barrières tarifaires et non tarifaires. Ces surcoûts seraient essentiellement supportés par les secteurs automobile, agroalimentaire, chimique et financier. La City représente près de 10% du PIB et constitue d'ailleurs

le seul secteur excédentaire dans ses échanges avec l'Union européenne. La City souhaiterait certainement pouvoir s'appuyer sur un principe de reconnaissance mutuelle des normes en vigueur, ce qui semble aujourd'hui encore être refusé par Bruxelles et qui favorise la mise sur pieds de systèmes d'équivalence comme ceux en vigueur avec la Suisse par exemple. Les entreprises accueilleront certainement favorablement l'accord obtenu d'une période de transition de deux ans. Mais cette période ne servira qu'à se préparer au changement et ne réduira pas l'inquiétude liée à l'absence criante d'une vision précise de la nature du changement qui les affectera dans un an.

Le contribuable britannique paiera jusqu'en 2064 son choix du Brexit

Les effets du Brexit ne cessent de surprendre, de prendre à contre-pieds et choquer ses partisans. Le Bureau de la responsabilité budgétaire a en effet publié une estimation jugée sérieuse du coût du Brexit aux conséquences surprenantes. Ce qui devrait choquer la population tient dans la durée des paiements et compensations dues par le Royaume-Uni à l'Union européenne. Il conclut en précisant que le contribuable britannique versera des compensations financières jusqu'en 2064, au titre de participation au paiement des retraites des fonctionnaires européens. Un « détail » qui ne manquera pas de bouleverser les consciences, car c'est à peu de chose près ce qui a déjà été payé entre 1973 et 2019. Une pilule difficile à avaler.

La livre reste sereine et confiante contre l'euro

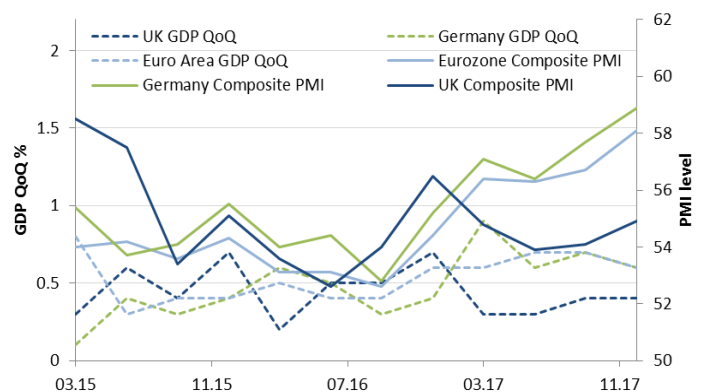
La devise britannique ne semble pas affectée par l'absence d'avancée concrète sur la définition du modèle commercial post-Brexit. Nous estimons toujours que la livre est entrée dans une phase de stabilisation contre la plupart des principales monnaies, après avoir enregistré la chute historique consécutive au Brexit.

Depuis la relance des négociations en décembre 2017, la livre sterling a plutôt bénéficié d'un environnement constructif, laissant escompter une solution raisonnable entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Cette anticipation supporte, pour l'instant, le taux de change livre/euro qui reste stable depuis octobre 2017 entre 1.12 et 1.14. En ce début d'année, nous privilégions encore le scénario d'une stabilisation du taux de change au 1^{er} semestre.

Fléchissement de l'activité conjoncturelle

Le PIB du 4^{ème} trimestre (+0.4%) reste en effet dans la tendance d'effritement de la dynamique économique déjà constatée sans aggravation notable. La performance sur un an se stabilise à +1.4%. Les exportations perdent encore de leur vigueur au 4^{ème} trimestre (-0.2%) et la hausse des importations (+1.5%) n'est pas un signe positif pour la balance commerciale. La consommation privée est à nouveau plus faible (+0.2%) et la hausse de +0.6% des dépenses publiques compense un peu cette perte de dynamisme.

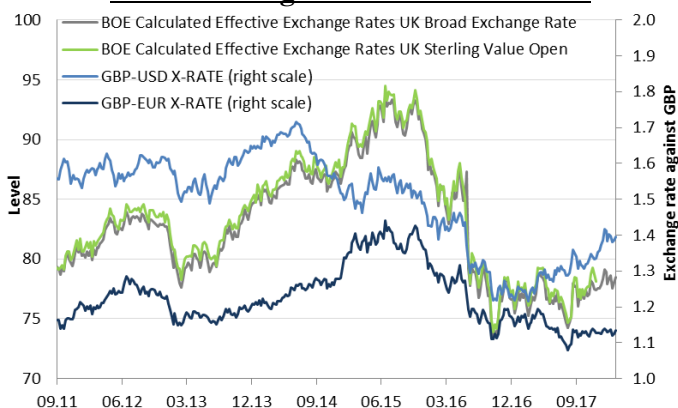
PIB et PMI trimestriels UK – Eurozone – Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les indicateurs avancés ne montrent pas de dégradation évidente à attendre en début d'année. La baisse de 58.4 en novembre à 55.2 en février du PMI manufacturier suggère un tassement de l'activité du secteur, mais du côté des services, l'image est un peu plus positive, le PMI remonte en effet légèrement de 53 à 54.5 en février. Le constat est similaire pour la construction (hausse de 50.2 à 51.4). Globalement, l'indicateur composite est légèrement meilleur et progresse de 53.5 à 54.5. La confiance des consommateurs et le baromètre des affaires ne subissent pas de modifications majeures et témoignent toujours de l'incertitude causée par le Brexit. Dans ce contexte, le très léger rebond du taux de chômage (de 4.3% à 4.4%) en décembre suggère peut-être déjà une dégradation du marché de l'emploi, lequel se retrouve cependant en croissance (+88'000) après une perte de 56'000 emplois en octobre. L'évolution positive de la production industrielle (+1.3% en janvier) et de la production manufacturière (+0.1%) est encourageante.

Taux de change effectif et dollar - euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les perspectives de croissance pour l'économie britannique sont plutôt stables avec une prévision de +0.4% au 1^{er} trimestre et +1.5% sur 2018.

Les taux directeurs inchangés

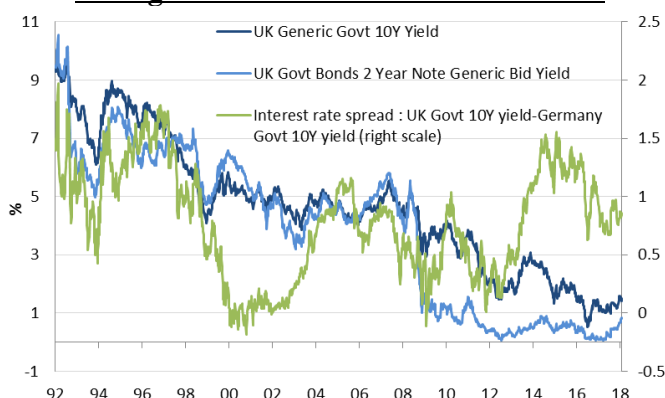
Le statu quo devrait encore durer dans le contexte actuel de tassement conjoncturel et de meilleurs chiffres d'inflation en début d'année. Nous annonçons en novembre que la hausse de 0.25% des taux directeurs de la BoE ne serait pas rapidement suivie d'autres phases de resserrement monétaire, en raison justement des risques d'affaiblissement de la conjoncture. Comme nous l'annonçons dans notre analyse précédente, la hausse des taux directeurs à 0.5% pourrait donc bien être suivie d'une longue période d'inaction. La BoE devrait en effet maintenir ce taux ou ne procéder à des hausses mineures qu'en seconde partie d'année. La banque d'Angleterre avait salué l'accord obtenu avec l'UE qui devait diminuer les probabilités de sortie désordonnée du Royaume-Uni de l'UE. Elle doit désormais attendre l'évolution des négociations et de ses effets sur le sentiment des consommateurs et des entrepreneurs pour évaluer les probabilités de relance ou de ralentissement du PIB et de l'inflation.

Hausse des taux longs à 2%

La Bank of England a publié les attentes d'inflation pour un an (+2.9%) et cinq ans (+3.5%) qui suggèrent une hausse des anticipations. L'inflation s'est toutefois un peu stabilisée au cours des derniers mois et s'affiche à 2.7% en février sur un an. Les tensions ne se sont pas intensifiées ; les prix à la production ont même glissé de +19.3% à +3.4% en douze mois. Nous maintenons notre prévision de stabilisation de l'inflation au-dessus de l'objectif de la BoE de 2% au cours des prochains trimestres. Il peut sembler étonnant que les taux d'intérêt à long terme ne subissent pas plus d'ajustements dans ce contexte. Le marché obligataire britannique devrait pourtant prochainement être un peu plus affecté par les fondamentaux domestiques et l'approche de la date fatidique du 29 mars 2019. La hausse des rendements à dix ans annoncée dans notre dernière stratégie de placement a atteint 1.6% avant de

se stabiliser au-dessus de 1.4%, mais ces niveaux nous semblent encore insuffisants dans le contexte présent et devraient atteindre 2%.

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans

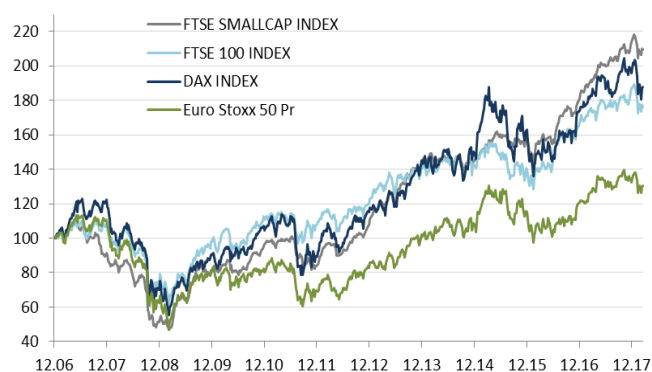


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Actions britanniques : rester prudent

Le marché britannique se traite aujourd'hui au même niveau qu'en octobre 2016, quelques semaines après le référendum (7'000 UKX). La chute des cours des dernières semaines a corrigé le niveau de valorisation. A environ 13x les profits et un rendement attendu de 4.5%, le marché britannique ne présente pas encore l'opportunité que nous attendons, dans le contexte toujours incertain des négociations liées au Brexit. La livre sterling semble résister à ces incertitudes, mais nous maintenons notre recommandation de prudence à l'égard des actions britanniques pour le moment.

Actions UK (large – small) Eurozone - Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

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 et 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: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch