



14 juin 2018

Négociations du Brexit et économie britannique au point mort

Agenda politique impossible. Fin du « hard Brexit » ? Croissance du PIB en berne (+0.1%). La Livre en mode « wait and see ». Ajustement des taux longs repoussé. Prudence sur les actions.

Points-clés

- Négociations du Brexit: la confusion règne plus que jamais
- L'Union européenne décline les propositions de Londres
- Une victoire des députés pro-européens qui met fin au risque de « no deal » ?
- Un agenda politique impossible
- La Livre en mode « wait and see »
- Coup de frein de la croissance au T1 (+0.1%)
- Quelques signes d'espoir pour un meilleur PIB au 2ème trimestre
- La BoE n'est pas prête à monter ses taux
- Ajustement des taux d'intérêt encore repoussé
- Prudence maintenue sur les actions britanniques

Négociations du Brexit: la confusion règne plus que jamais

La confusion règne au sein du gouvernement britannique et les négociations engagées avec l'Union européenne semblent toujours dans l'impasse. A moins de 10 mois de la date fatidique du divorce, les Européens sont de plus en plus exaspérés par les attermoissements des britanniques et les propositions irréalistes de Londres en ce qui concerne notamment la frontière irlandaise.

Mais les négociations sont aussi au point mort sur d'autres sujets qui mettent toujours plus nettement en évidence l'extrême complexité de la mise en œuvre concrète du Brexit. Deux ans après le référendum et après 15 mois de discussions, Theresa May ne parvient toujours pas à fixer une

stratégie claire et compréhensible pour la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne.

Après avoir tenté d'imposer un Brexit « dur » qui semblait initialement correspondre à l'esprit du référendum, elle a ensuite compris la nécessité d'obtenir une période de transition indispensable à la recherche d'une solution plus complexe et certainement plus réaliste. Face à l'ampleur du défi et des oppositions, elle envisage aujourd'hui de reculer la date du Brexit à 2023, admettant de facto que la période de transition, pourtant obtenue avec les Vingt-Sept jusqu'au 31 décembre 2020 serait trop courte pour mettre sur pied un véritable plan de mise en application.

Une stratégie qui lui donnera plus de temps pour obtenir un compromis au sein de sa majorité, mais son gouvernement reste plus que jamais divisé entre les pro-européens partisans du maintien du Royaume-Uni dans l'union douanière et les partisans d'une négociation bilatérale intransigeante.

La question irlandaise n'est, dans ce contexte, pas le plus petit sujet sur lequel Theresa May pourrait bien buter dans les prochaines semaines. Il semble en effet impossible de mettre en œuvre une sortie de l'union douanière sans immédiatement devoir réintroduire une frontière physique en Irlande du Nord. Un tel développement remettrait en question les accords de pays signés il y a deux décennies et pourrait provoquer des réactions insoupçonnées. L'Union européenne n'a pas de doute sur cette question, la problématique irlandaise ne peut être aplanie que par un maintien du Royaume-Uni dans l'union douanière, ce qui n'est à ce jour pas une option envisageable pour les tenants d'un Brexit radical. L'Union européenne a d'ailleurs déjà refusé la proposition britannique imaginée pour éviter la réintroduction d'une frontière en Irlande en relevant qu'elle soulevait plus de questions qu'elle n'apportait de réponses.

Une victoire des députés pro-européens qui met fin au risque de « no deal » ?

Lors de l'examen de la loi sur le retrait de l'Union européenne, la Première ministre britannique a évité de justesse une cinglante défaite en obtenant le retrait d'un amendement sur le point d'être voté, qui aurait donné un droit de veto au Parlement sur les termes de l'accord négocié par le gouvernement. Les députés pro-européens conservateurs ont en effet fait reculer Theresa May le 12 juin sur un point clé en obtenant l'abandon du Brexit dur. Elle leur a en effet promis de tenir compte de l'avis du Parlement à l'automne, lorsque le gouvernement présentera le contenu d'un éventuel accord avec l'Union européenne qui reste à trouver. La rébellion de certains députés conservateurs a donc fait céder la première ministre, qui se trouve un peu plus affaiblie par cette concession. La stratégie du « no deal » censée faire pression sur l'Union européenne, semble donc écartée, ce qui est un succès important pour l'avenir immédiat des négociations. Celles-ci pourraient désormais être plus constructives et pragmatiques. Mais c'est peut-être aussi une nouvelle voie qui s'ouvre et qui pourrait même conduire à de nouvelles élections, à une chute du gouvernement May ou même à l'organisation d'un nouveau référendum sur l'accord de sortie du Royaume-Uni lorsqu'il sera formalisé.

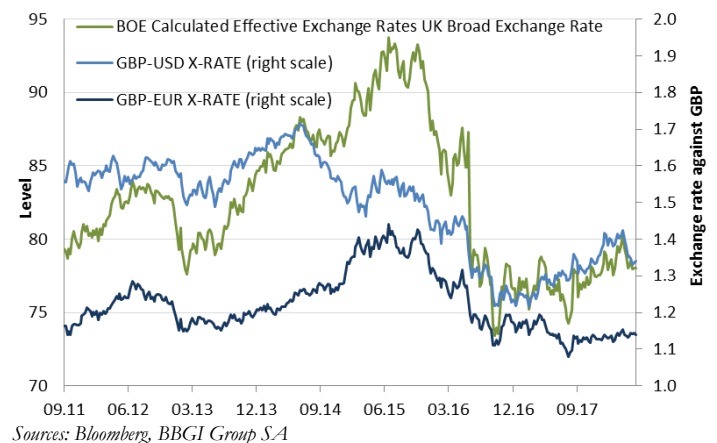
Un agenda politique impossible

Un agenda impossible pour la réunion du Conseil européen prévue pour les 28 et 29 juin et qui devait en particulier traiter la question épineuse de la frontière entre l'Irlande du Nord et la République d'Irlande, ainsi que celle des futures relations commerciales. Dans le contexte actuel particulièrement agité au sein du gouvernement britannique, il semble illusoire d'espérer pouvoir disposer de la feuille de route des britanniques fixant les grandes lignes qu'ils souhaitent présenter aux Européens à cette occasion. Il est donc probable que les négociations n'avancent pas réellement lors de cette réunion et que l'été ne soit ensuite pas suffisamment propice à l'établissement d'un accord à valider lors du prochain Conseil d'octobre. Du côté des négociateurs européens, l'agacement est palpable, les propositions faites par le Royaume-Uni sont jugées peu satisfaisantes et les risques d'une absence d'accord ne sont clairement pas écartés. Au Royaume-Uni, le monde des affaires ne cache pas sa frustration face à l'absence de réalisme des politiques et l'opinion publique se déclare de plus en plus sceptique sur le bien-fondé du Brexit. La population doute et l'opinion évolue progressivement aussi en faveur de l'idée d'un référendum sur l'accord final négocié par le gouvernement. Le remplacement à la direction du Daily Mail d'un rédacteur europhobe par un nouveau rédacteur en chef plus europhile est peut-être un signe.

La Livre en mode « wait and see »

La devise britannique ne semble toujours pas affectée par l'incertitude politique et 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.

Taux de change effectif et dollar - euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Depuis la relance des négociations en décembre 2017, la Livre sterling avait plutôt bénéficié d'un environnement politique un peu plus constructif, laissant escompter une solution raisonnable entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Cette anticipation supporte encore, pour l'instant, le taux de change livre/euro qui reste stable depuis octobre 2017 entre 1.12 et 1.14.

Cependant, après avoir privilégié le scénario d'une stabilisation du taux de change au 1^{er} semestre 2018, nous craignons désormais que le rapprochement de la date du Brexit en mars 2019 et les difficultés rencontrées pour progresser dans les négociations n'augmentent le niveau de risque et n'affectent à nouveau la perception des investisseurs sur les perspectives de la livre sterling. A moins d'une année de la date fatidique, l'incertitude est encore extrême, même s'il semble qu'une sortie brutale ne soit pas la plus probable à ce jour. Un retour de la volatilité n'est donc pas exclue au cours des prochains mois avec un retour possible des pressions sur la Livre sterling.

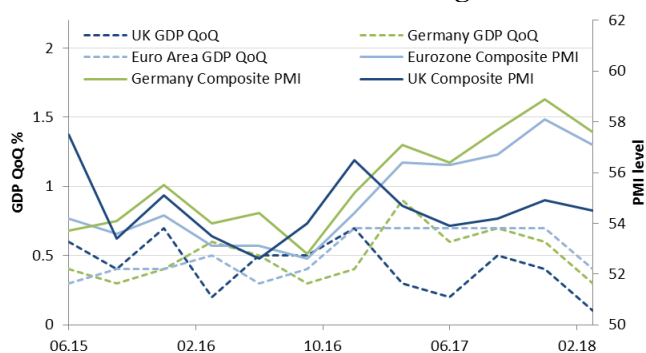
Coup de frein de la croissance au T1 (+0.1%)

L'économie britannique poursuit sa lente dégradation entamée après le vote de sortie de l'Union européenne. Elle ne parvient en effet pas à stabiliser sa croissance comme espéré, alors que le contexte économique international et européen, en particulier, est relativement soutenu. Après l'effritement de la croissance du PIB au

4^{ème} trimestre 2017 (+0.4%), les chiffres du 1^{er} trimestre 2018 se sont avérés très sensiblement inférieurs aux attentes en enregistrant la plus faible performance depuis 2012. Le coup de frein est net puisque la dynamique se stoppe presque totalement, le PIB britannique ne réalise en effet qu'une très faible progression de +0.1%. En rythme annuel, la croissance du PIB est ainsi passée de +3.4% en décembre 2014 à seulement +1.2% en mars 2018. L'économie britannique est donc à la peine et pourrait rapidement se trouver dans une situation encore plus délicate sans une réelle reprise au 2^{ème} trimestre.

La dernière publication des chiffres pour la production industrielle ne sont pas encourageants, la chute de -0.8% sur le mois d'avril prend par surprise les estimations de progression limitée de 0.1% des analystes. La plupart des composantes voient une baisse de la production à l'exception du segment énergie. Sur un an, elle reste en croissance de +1.8%, mais ne profite pas réellement de la stabilisation de la livre sur des niveaux bas contre euro. La production dans le secteur manufacturier enregistrerait même son plus important déclin depuis octobre 2012 (-1.4%) alors que les anticipations faisaient état d'une hausse attendue de +0.3%. Le déficit de la balance commerciale s'est dégradé à 5.37 milliards de livres ; un résultat inquiétant en comparaison de celui de mars, qui était déjà de 3.2 milliards. La balance commerciale enregistre donc son 3^{ème} plus mauvais résultat des cinq dernières années. Dans un contexte de compétitivité accrue de la Livre, il est particulièrement décevant de constater que les exportations ne parviennent malheureusement pas à croître et glissent même de -0.5% à la fin mars. Une baisse concomitante des importations (-0.6%) a freiné la dégradation constatée de la balance commerciale. Le climat économique incertain continue d'inquiéter les consommateurs britanniques sur la même période d'analyse avec une consommation privée toujours faible (+0.2%). La demande intérieure peut heureusement encore ce trimestre bénéficier du soutien de la consommation publique en hausse de +0.5%.

PIB et PMI trimestriels UK – Eurozone – Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Quelques signes d'espoir pour un meilleur PIB au 2^{ème} trimestre

L'indice Markit/CIPS composite PMI est l'un des facteurs positifs permettant d'envisager un meilleur 2^{ème} trimestre pour l'économie britannique. En effet, depuis le mois de mars, cet indicateur avancé a progressé de 52.4 à 53.2 pour terminer en mai sur une note positive de 54.5. Relevons toutefois que malgré cette reprise, il se situe bien en dessous du sommet atteint en avril 2017 à 56.3. Le rebond de l'indice composite s'appuie sur une relance des indicateurs manufacturiers (hausse de 53.9 à 54.4) et des services (hausse de 52.8 à 54.0). A contrario, la mesure de l'activité pour le secteur construction se stabilise à 52.5, toujours bien en dessous des niveaux élevés de 2015. La confiance des consommateurs et le baromètre des affaires sont un peu plus optimistes qu'auparavant. L'incertitude causée par le Brexit pèse toujours sensiblement sur la psychologie des agents économiques, mais la confiance des consommateurs et celle des milieux économiques s'améliore légèrement en mai. Le marché du travail envoie quant à lui des signaux mixtes. Le taux de chômage reste relativement bas à 4.2%, mais les demandes d'allocation baissent, tandis que les créations d'emploi augmentent à un rythme plus faible en avril qu'en mars.

L'analyse du marché de l'emploi est spécialement importante dans la situation actuelle pour déterminer si la faible croissance du PIB du 1^{er} trimestre pourrait être suivie d'une nouvelle faiblesse. La création de 146'000 emplois en mai est positive et se situe plutôt dans la partie élevée de la série statistique des dix dernières années. Un rythme de création d'emploi soutenu au 2^{ème} trimestre est donc un signe encourageant pour l'évolution du PIB. L'évolution des salaires l'est également et laisse supposer que l'économie pourrait profiter d'une reprise possible de la consommation.

Les perspectives de croissance pour l'économie britannique devraient rester plutôt limitées dans l'environnement actuel. Une reprise au 2^{ème} trimestre semble un peu plus probable aujourd'hui en regard des indicateurs avancés légèrement meilleurs.

La BoE n'est pas prête à monter ses taux

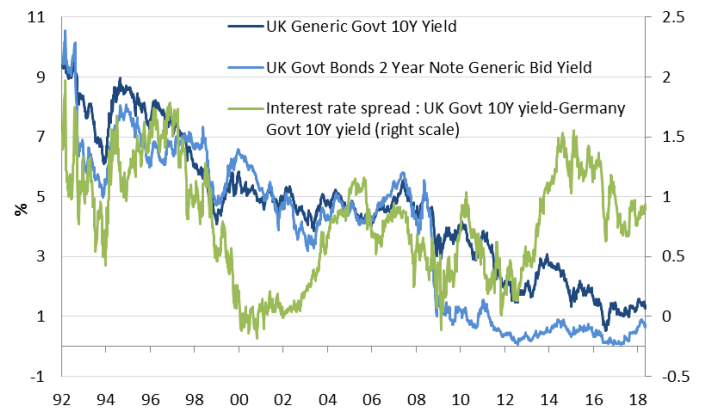
La BoE a récemment publié les résultats de son sondage sur le niveau des attentes inflationnistes des consommateurs sur un horizon d'un an, en légère hausse de 3.4% à 3.5%. La proportion des ménages s'attendant à une hausse des taux d'intérêt sur les douze prochains mois a diminué de 58% à 51%. L'objectif d'inflation de la BoE de 2% avait été dépassé dans le contexte du Brexit, mais depuis le début de l'année, l'indice CPI glisse régulièrement de son sommet de 3.1% atteint en novembre à 2.4% en avril 2018.

La baisse des indices de prix devrait permettre à la BoE d'envisager l'affaiblissement conjoncturel du 1^{er} trimestre avec un peu plus de sérénité. Elle est certainement préoccupée depuis quelques mois par la baisse d'activité au Royaume-Uni, mais la tendance prise par l'inflation devrait clairement lui permettre de maintenir une politique accommodante pour un temps encore. La croissance des salaires est désormais supérieure à l'inflation, ce qui devrait avoir une implication positive pour la consommation. La position de la BoE reste donc difficile, en particulier si l'on considère qu'elle espère peut-être une révision à la hausse de la publication du PIB pour le 1^{er} trimestre. Il est probable que celle-ci souhaite normaliser son objectif de taux directeur actuellement à 0.5%, mais il nous semble que ce mouvement n'a que très peu de chance d'intervenir prochainement ; les probabilités d'une action en août restent ainsi inférieures à 50%. Le statu quo devrait encore durer dans le contexte actuel de tassement conjoncturel. Comme nous l'annonçons dans nos analyses précédentes, la hausse des taux directeurs à 0.5% devrait être suivie d'une longue période d'inaction avant une hausse mineure en seconde partie d'année. L'évolution du PIB au 2^{ème} trimestre sera un facteur déterminant dans l'évolution de la politique monétaire des prochains mois.

Ajustement des taux d'intérêt encore repoussé

Les indices de prix à la consommation se sont donc un peu détendus au cours des derniers mois à l'image de l'indice « core », en particulier, qui glissait en avril à 2.1%. Un déclin appréciable pour la BoE depuis son sommet de 2.7% atteint à la fin janvier sur un an. Les tensions ne se sont heureusement pas intensifiées, malgré la stabilisation du taux de change contre euro notamment. Du côté des prix à la production, la chute avait été nette en 2017, mais on assiste à une reprise en 2018 en partie liée à la hausse des matières premières. Nous maintenons notre prévision de stabilisation de l'inflation au-dessus de l'objectif de la BoE de 2% au cours des prochains trimestres et restons attentifs aux risques d'un prochain ajustement sur les taux d'intérêt à long terme en cas de relance de l'activité économique. Le marché obligataire britannique devrait être un peu plus affecté par les fondamentaux domestiques et par les incertitudes liées au Brexit qui ne diminuent pas.

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans



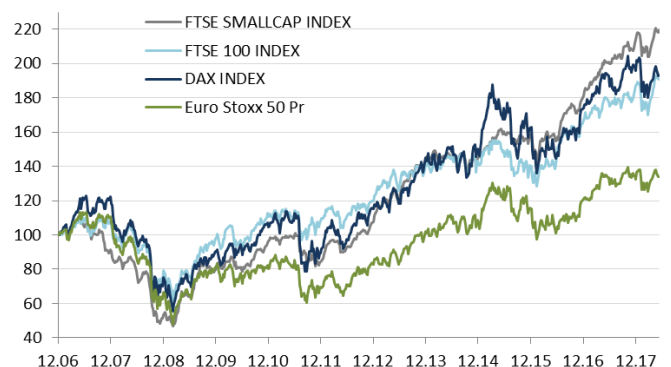
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La perte de dynamisme de l'économie britannique en début d'année peut justifier un niveau de taux longs temporairement inférieur à celui de l'inflation. Les taux longs pourraient donc encore se stabiliser autour de 1.5% sans relance conjoncturelle, mais une révision haussière des perspectives économiques pourrait aussi pousser à nouveau les taux longs en direction de 2%.

Prudence maintenue sur les actions britanniques

Dans le contexte toujours incertain des négociations liées au Brexit, le ratio rendement/risque attendu du marché actions ne nous semble toujours pas attrayant. La Livre sterling semble cependant résister à ces incertitudes, mais nous maintenons notre recommandation de prudence à l'égard des actions britanniques, malgré une valorisation raisonnable et un rendement du dividende intéressant.

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