

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO

1<sup>er</sup> octobre 2018

## L'UE rejette le « plan de Chequers »... « no deal or new vote » ?

**Croissance supérieure du PIB au T2 (+0.4%). Rebond inattendu de l'inflation. La Livre reste l'otage de la situation politique. Pentification de la courbe de taux. Pas de solution au Brexit.**

### Points-clés

- Theresa May encore un peu plus affaiblie par le rejet de l'UE du « plan de Chequers »
- La voie d'un nouveau référendum fait son chemin pour sortir de l'impasse
- Une majorité de britanniques voterait aujourd'hui pour le maintien dans l'UE
- La Livre reste l'otage de la situation politique
- PIB meilleur qu'attendu au T2 (+0.4%)
- Faibles perspectives de relance du PIB en fin d'année, croissance inférieure à +1.5% en 2018
- Nouvelle période d'inaction pour la BoE après la hausse de 0.25% en août
- Relance inattendue de l'inflation
- Pentification probable de la courbe des taux
- Prudence maintenue sur les actions britanniques

### Theresa May encore un peu plus affaiblie par le rejet de l'UE du « plan de Chequers »

Les dirigeants européens ont rejeté le « plan de Chequers » et affaiblissent encore un peu plus Theresa May, qui va avoir beaucoup de difficultés à rassembler son parti derrière elle lors du congrès des conservateurs. A seulement six mois de l'échéance, la confusion règne et la guerre de position s'intensifie. L'ex-ministre des Affaires étrangères, Boris Johnson, durcira sans doute davantage le ton en tentant d'imposer la ligne dure qu'il a toujours souhaitée. La Première ministre est, elle en revanche, dans une situation inextricable, car elle ne dispose que d'une faible majorité au Parlement, qui pourrait être insuffisante en cas de rébellion d'une partie de ses députés.

Elle a beau soutenir que sa proposition était la seule permettant d'assurer des échanges commerciaux transfrontaliers et de maintenir une frontière ouverte sur l'île d'Irlande, elle aura la plus grande difficulté à convaincre que sa proposition est dans l'intérêt national. Elle devra pourtant revoir rapidement sa proposition pour présenter une nouvelle version acceptable lors du sommet européen des 18-19 octobre. Sans avoir l'air de faire de concession à l'UE, cette tâche sera bien ardue.

Les tensions s'accroissent chez les conservateurs. Les diverses fractions fourbissent leurs armes pour ce qui semble désormais se dessiner comme l'un des tournants du Brexit. Il est peut-être encore un peu tôt pour craindre un renversement soudain de la position occupée par la Première ministre, car il semblerait que personne n'ait réellement envie de relever le challenge de remplacer Theresa May pour gérer le Brexit à ce jour. Mais on s'approche toutefois du moment où le parti pourrait bien s'affronter non plus sur la définition de la forme que pourrait prendre le Brexit, mais bel et bien sur la question de l'organisation d'un nouveau référendum pour sortir de l'impasse dans laquelle le vote du 23 juin 2016 a poussé la politique britannique.

Theresa May s'est engagée à mener le Royaume-Uni vers la sortie de l'UE. Elle cherche sans doute la meilleure voie possible pour atteindre ce but. Mais du côté de l'aile droite, on ne veut entendre parler que d'un Brexit « dur » et sans concession, comme cela avait été « promis » au peuple lors du référendum. Désormais, une fraction de plus en plus importante du parti semble prête à vouloir remettre en question le concept même du Brexit. L'aile europhile du parti fera donc entendre sa voix et ne devrait pas hésiter à proposer une approche plus pragmatique, face à la complexité et au coût astronomique représenté par le Brexit.

## La voie d'un nouveau référendum fait son chemin pour sortir de l'impasse

Theresa May reste opposée à l'organisation d'un nouveau référendum ; mais les sondages montrent que les britanniques voteraient différemment aujourd'hui face à l'incertitude qui pèse depuis deux ans sur l'avenir du Royaume-Uni et sur les perspectives économiques du pays, alors que les risques d'un « no deal » s'intensifient avec le rejet du « plan de Chequers ». Les partisans d'un maintien dans l'UE se sont, en effet, renforcés au cours des derniers mois et l'on observe aujourd'hui une chute des partisans du Brexit de 52% en 2016 à seulement 41% aujourd'hui. Un récent sondage de YouGov indique que 45% des personnes interrogées sont favorables à un nouveau vote, tandis que seulement 34% semblent vouloir s'y opposer. « Ce que le peuple a fait, seul le peuple peut le défaire », voilà un adage peut-être très utile dans les prochains mois pour justifier d'un revirement complet d'attitude qui pourrait bien résoudre simplement le casse-tête sur lequel s'épuise la politique britannique depuis des mois, sans trouver de solution acceptable.

Une partie de la société civile britannique s'est déjà positionnée sur la question, en souhaitant l'organisation d'un nouveau référendum. D'autres figures, comme le très charismatique maire travailliste de Londres, Sadiq Khan, ont apporté leurs soutiens à l'idée d'une nouvelle consultation, une idée également supportée par Tony Blair (travailliste) et John Major (conservateur). Le chef du Parti libéral-démocrate, Vince Cable, a également soutenu cette idée en déclarant que le Brexit n'était pas inévitable et pouvait être arrêté.

Chez les travaillistes, on assiste à un changement radical de position de Jeremy Corbyn. Ce dernier se montre désormais ouvert à un nouveau référendum, influencé sans aucun doute par le sondage de YouGov qui indique que 86% des membres de son parti sont favorables à cette proposition et que 93% d'entre eux voteraient en faveur du maintien du Royaume-Uni dans l'UE.

Du côté de la majorité gouvernementale, les europhiles du parti conservateur considèrent, aujourd'hui, que l'heure est enfin venue de faire entendre leur voix et d'oser proposer un nouveau vote sur le Brexit à la population britannique.

Sans prendre position clairement sur la question, il semblerait que la plupart des dirigeants européens souhaiteraient et soutiendraient un second référendum.

**Dès lors, il n'est plus improbable que cette solution puisse faire son chemin et gagner toujours plus en popularité au cours des prochains mois pour tenter de renverser le destin du Royaume-Uni. Le Brexit n'est donc peut-être plus une fatalité !**

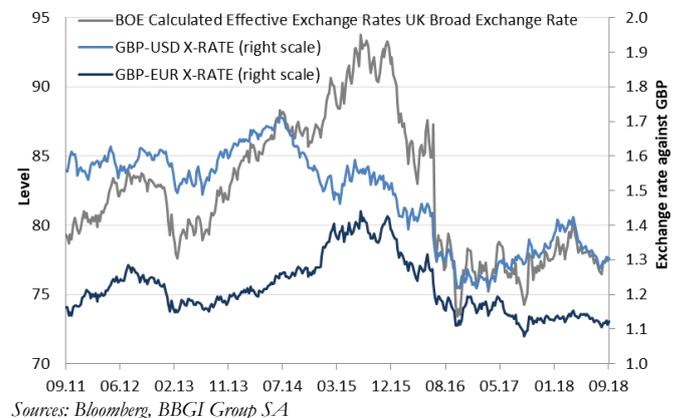
Mais le temps presse et il n'est peut-être pas simple non plus d'organiser un nouveau référendum avant la date butoir du 29 mars. Il faudra encore davantage de pressions, sans doute, afin de pouvoir envisager politiquement cette issue. Et, peut-être, sera-t-il même nécessaire d'étendre les délais prévus à l'art. 50 et retarder la date de sortie pour mettre en œuvre ce processus.

**La crise persiste. Un compromis au sein des conservateurs semble difficile à trouver, ce qui pourrait forcer dans l'urgence à la tenue de nouvelles élections ou à l'émergence de la voie médiane. Celle-ci semble être souhaitée par une proportion grandissante de britanniques de plus en plus prêts à mettre fin au psychodrame politique qui n'en fini plus, depuis le vote de 2016.**

## La Livre reste l'otage de la situation politique

Dans ce contexte, la Livre ne subit plus de dommages majeurs, malgré l'absence d'avancées concrètes 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 sa chute historique suite au Brexit.

### Taux de change effectif et dollar – euro



Après avoir privilégié le scénario d'une stabilisation du taux de change au 1<sup>er</sup> semestre 2018, laquelle s'était effectivement produite après la relance du processus de négociations de décembre 2017, nous avons ensuite envisagé un regain de faiblesse, provoqué par le retour des incertitudes liées à l'absence probable d'un accord, à quelques mois seulement de l'entrée en vigueur du Brexit. Le regain de la volatilité annoncé s'est essentiellement produit en juillet et en août par une correction toutefois limitée de la Livre sterling sur le niveau de 1.10 contre euro.

**Nous estimons que la Livre devrait rester dans une bande de fluctuation relativement étroite comprise entre 1.12 et 1.15 au cours des prochains mois,**

soutenue en particulier par la performance économique légèrement meilleure du 2<sup>e</sup> trimestre.

### PIB meilleur qu'attendu au T2 (+0.4%)

Nous attendions une croissance du PIB britannique un peu meilleure au T2 que celle enregistrée au T1, sur la base d'indicateurs avancés plus encourageants et d'une amélioration de la confiance des ménages et des entreprises. La publication du chiffre de croissance du PIB pour le 2<sup>ème</sup> trimestre s'est effectivement avérée un peu meilleure, essentiellement en raison de la bonne tenue du secteur des services. La croissance de +0.4% était supérieure à celle du 1<sup>er</sup> trimestre (+0.1%) et dans la tendance des performances trimestrielles de 2017.

**En rythme annuel, la croissance du PIB s'est stabilisée à +1.2% en juin, un résultat similaire à celui enregistré en mars 2018.**

L'économie britannique reste donc à la peine et pourrait rapidement se retrouver dans une situation encore plus délicate, sans une réelle reprise prochaine. La dernière publication des chiffres pour la production industrielle ne montre pas d'amélioration. En base annuelle, la production industrielle ne progresse plus que de +1.1%, après avoir atteint une hausse de +3% en mars.

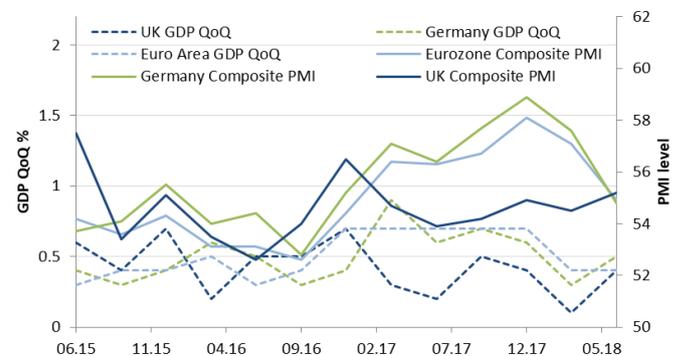
Dans le secteur manufacturier, la production suit le même chemin, en rythme annuel. Elle enregistre en juillet (+1.1%) un net déclin, par rapport au résultat de mars 2018 (+2.5%) qui ne laissait pas présager d'un renversement prochain de tendance et de la hausse surprise en septembre de la production industrielle.

Le déficit de la balance des comptes courants s'est accru plus fortement qu'attendu et s'est monté à 20.3 milliards de Livres, soit l'équivalent de 3.9% du PIB. Les investisseurs se montrent plus inquiets de l'issue du Brexit et s'interrogent sur le bien-fondé de financer le déficit public britannique, si le Royaume-Uni quitte l'UE. Les investisseurs étrangers ont réduit leurs positions en dette gouvernementale britannique de 17.2 milliards de Livre en juillet, ce qui constitue l'un des plus forts retraits des dernières années.

Le déficit de la balance commerciale s'est accru et a ainsi pesé sur la croissance du PIB. Les investissements ont baissé de -0.7%, après un déclin de -0.5% au 1<sup>er</sup> trimestre. La hausse du PIB a donc été soutenue par la reprise de la consommation (+0.4%). La demande intérieure peut, fort heureusement, bénéficier encore ce trimestre du soutien de la consommation, mais si l'incertitude du Brexit finit par affecter plus significativement le moral des consommateurs, ceux-ci pourraient décider d'épargner un peu plus (+3.9%) que

de coutume. Le taux d'épargne est faible au Royaume-Uni ; il pourrait donc aisément progresser et réduire la capacité de consommation des ménages en contrepartie.

### PIB et PMI trimestriels UK – Eurozone – Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### Faibles perspectives de relance du PIB

La croissance du Royaume-Uni reste à la traîne des autres pays de l'Europe, même si les indicateurs économiques suggèrent que le rebond du 2<sup>ème</sup> trimestre est probablement en train de se poursuivre. L'économie britannique est encore sur une tendance d'un ralentissement qui pourrait faire chuter sa croissance globale à moins de +1.5% sur l'ensemble de l'année. A quelques mois du Brexit et toujours sans visibilité sur l'issue possible du processus, il est bien difficile de ne pas considérer les risques et les dégâts économiques qui pourraient intervenir en l'absence d'un accord.

Le secteur manufacturier a enregistré une hausse relativement inattendue du PMI en septembre. L'indice des directeurs d'achat a progressé à 53.8, après trois mois de déclin, ce qui constitue une surprise positive à quelques mois de l'échéance du Brexit. Cependant, il faut rester prudent dans le contexte actuel, même si les commandes à l'exportation se sont légèrement reprises en septembre et que la production industrielle a pu enregistrer une hausse sensible. Les industriels restent prudents, en l'absence de visibilité sur la question du Brexit.

**Les perspectives de croissance pour l'économie britannique devraient rester plutôt limitées dans l'environnement actuel. Une reprise en fin d'année semble peu probable.**

### Nouvelle période d'inaction pour la BoE

Nous attendions une hausse modeste des taux directeurs en seconde partie d'année, qui s'est concrétisée en août par la décision de la BoE de remonter de ses taux 0.25%.

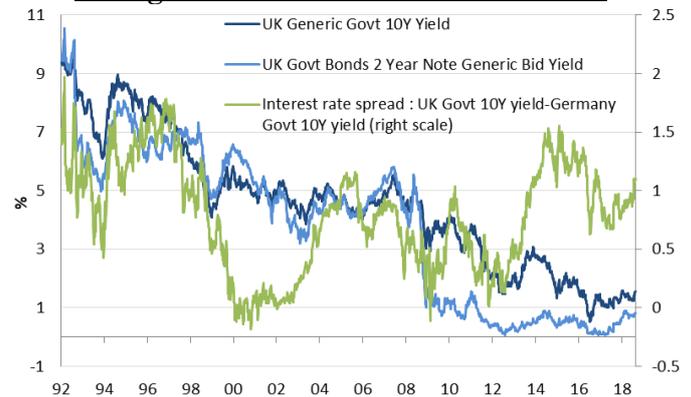
Désormais, la politique monétaire devrait rester stable et dans la ligne évoquée par la BoE, qui a laissé ses taux inchangés lors de sa dernière réunion le 12 septembre. La BoE considère que l'évolution de l'inflation est encourageante et que celle-ci devrait progressivement revenir vers l'objectif de 2% qu'elle s'était fixé. Les autorités monétaires britanniques semblent aujourd'hui relativement satisfaites des développements récents dans l'économie et ont donc décidé de maintenir leur taux de référence à 0.75%. Les membres du MPC (Monetary Policy Committee) semblent convaincus, à l'unanimité, du bien-fondé de la stratégie à l'œuvre, qui ne devrait pas mener à de nouvelles hausses de taux en 2018, mais qui pourrait impliquer deux nouvelles hausses en 2019. Les projections économiques se réalisent conformément aux attentes, en particulier en ce qui concerne le rythme de croissance, toujours considéré comme légèrement supérieur au potentiel de l'économie britannique, suggérant, de facto, quelques tensions inflationnistes modérées au cours des prochains mois. Les membres du MPC sont confiants dans l'issue favorable du Brexit et s'attendent à de possibles surprises positives en matière de croissance justifiant leur prévision de futures hausses de taux en 2019.

### Pentification de la courbe de taux

Les derniers chiffres d'inflation pour le mois d'août ont pourtant surpris les observateurs. La hausse de +2.7% du CPI a, en effet, été bien supérieure aux attentes. Cette hausse n'est évidemment pas la bienvenue car elle compensera la progression des salaires nominaux enregistrée et ne permettra donc pas une amélioration du pouvoir d'achat. Par ailleurs, l'indice des prix à la production a aussi augmenté de +2.9% sur un an le mois dernier, contre une progression annuelle de +3.1% en juillet, avec un ralentissement des prix des matériaux et carburants (coûts entrants). Les indices de prix ne montrent donc pas encore les signes d'apaisement espérés, aussi bien en ce qui concerne le CPI que pour le PPI. Nous maintenons notre prévision de stabilisation de l'inflation au-dessus de l'objectif de 2% de la BoE 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 encore peu probable. Cependant, nous estimons, dans ce contexte, que le marché obligataire devrait être plus attentif et

affecté par les fondamentaux domestiques et par les incertitudes liées au Brexit.

### Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans



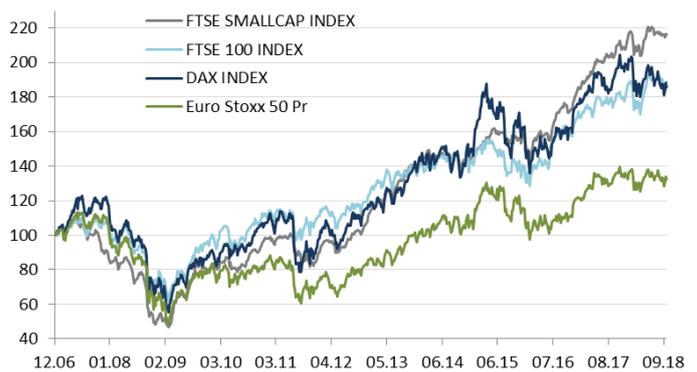
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nous ne pensons pas que le ralentissement de l'économie britannique soit suffisant pour justifier durablement d'un niveau de taux longs autant inférieur à celui de l'inflation et anticipons une prochaine pentification de la courbe des taux britanniques.

### Prudence maintenue sur les actions

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 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 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