



Royaume-Uni : un référendum en tout dernier recours ?

Effritement inquiétant du PIB (+0.1%). Theresa May n'a pas de plan B. La probabilité d'un référendum augmente. Coûts insupportables d'un « no deal ». Eviter actions et obligations.

Points-clés

Theresa May jouera sa dernière carte en janvier

Pourquoi ne pas envisager un plan B ?

Nouveau référendum pour sortir de l'impasse

Seulement 34% des britanniques se déclarent opposés à la tenue d'un nouveau référendum

La Livre subit toujours la pression du Brexit

Une chute de la devise de -25% est possible en cas de « no deal »

Inquiétantes menaces sur le PIB

Chute de -10.5% du PIB en 5 ans et de -30% de l'immobilier en cas de « no deal » selon la BoE

Les PMI sont à la limite de la croissance

La BoE est toujours en mode « wait and see »

Pas de perspectives pour les obligations en livre

Prudence maintenue sur les actions

Theresa May jouera sa dernière carte en janvier

La première ministre britannique, Theresa May, était revenue de Bruxelles avec un accord en poche, dont elle espérait fièrement obtenir la ratification par le Parlement. Elle aura, en ce sens, à nouveau sous-estimé le risque d'un échec de sa stratégie devant les députés britanniques, avant de prendre la mesure du risque d'un désaveu cuisant et de reporter, in-extremis, le vote prévu pour le 11 décembre. Après cet échec politique, elle est ensuite sortie à peine confirmée dans ses fonctions, après un vote de confiance organisé au sein de son parti, qui ne la place pas en excellente position, loin s'en faut, pour poursuivre sa politique et les négociations avec l'UE. Elle reste condamnée à tenter encore et encore de trouver une issue à ce

casse-tête avec ses partenaires européens, lesquels affichent clairement leur peu d'intérêt à vouloir renégocier l'accord convenu. Theresa May cherchera encore à obtenir, ces prochaines semaines, des assurances sur la question de la frontière physique entre l'Irlande et la province britannique d'Irlande du Nord, dans des derniers efforts de conciliation qui semblent de plus en plus vains. Car le Conseil européen est désormais las de ce processus de négociation qui bute toujours au Royaume-Uni sur les dissensions qui opposent les diverses fractions au sein du parti conservateur et qui n'en finissent pas de miner le processus de Brexit.

Quelles sont désormais les véritables chances de succès d'un éventuel accord entre les parties ?

Le temps est peut-être passé pour Theresa May, qui ne se résout pas à une démission et qui n'est certainement pas poussée vers cette issue, en raison du peu d'entrain montré par ceux qui pourraient ou devraient relever à sa place ce défi. En effet, personne ne se presse logiquement pour la remplacer et prendre la responsabilité de la gestion de cette crise unique aux conséquences possibles dramatiques pour le Royaume-Uni. Même ceux qui ont soufflé sur les braises du populisme et attisé les rancœurs contre l'UE ne sont pas prêts à reprendre le flambeau. Theresa May restera peut-être bien jusqu'au bout en refusant d'évoquer la dernière alternative à un échec qui semble de plus en plus programmé en mars : un nouveau référendum.

En réalité, Theresa May n'a plus d'interlocuteurs pour renégocier son « accord » et ne pourra certainement pas compter sur un « miracle » avant de faire face aux députés entre le 14 et 20 janvier 2019, lorsqu'elle jouera sa dernière carte et que le parlement refusera certainement l'accord proposé. L'incertitude est donc à son comble en cette fin d'année 2018. Plus de deux ans après le vote du Brexit à 52% des votants en juin 2016, le gouvernement

n'est toujours pas prêt à obtenir l'approbation du parlement britannique pour exécuter cette décision du peuple. Le vote de janvier interviendra seulement quelques semaines avant la fin du délai imparti et les risques d'un « no deal » n'ont jamais été aussi élevés. Le pire n'est certes pas certain, mais la première ministre ne dispose d'aucun plan B qui pourrait sauver le Royaume-Uni d'un choc certainement très brutal pour le pays, si ce scénario devait se produire.

Pourquoi ne pas envisager un plan B ?

La première ministre se veut garante de l'exécution de la volonté du peuple et ne dévient sans doute jamais de sa trajectoire. Elle a été placée au poste de 1^{ère} ministre pour réaliser le Brexit et rejettera certainement toutes les initiatives ou les propositions qui l'éloigneraient de sa mission. Nous avons déjà évoqué, il y a quelques mois, l'idée d'un second référendum pour sortir le Royaume-Uni de l'impasse dans laquelle le vote du Brexit l'avait placée, mais celui-ci est désormais de plus en plus fréquemment évoqué comme le plan B dont le pays a besoin pour contrer un échec définitif de la stratégie menée sans discontinuer par Theresa May. Récemment encore, cette dernière a pourtant rejeté froidement toute idée d'organisation d'un nouveau référendum, et cela quelle qu'en soit la provenance. Elle semble, en effet, convaincue que cette solution serait contraire à l'engagement pris avec le peuple britannique. Une faiblesse et une trahison qui pourraient remettre en question, de manière irréparable selon elle, l'intégrité future de la vie politique. Elle semble toujours plus certaine qu'un nouveau référendum diviserait plus encore le pays au moment où celui-ci a besoin de plus d'unité. Étonnant qu'elle ne réalise pas que la voie du Brexit est justement celle qui a le plus divisé le pays. Condamnée à ne poursuivre qu'une seule voie, elle n'explorera pas la seule alternative qui s'impose, avant qu'un échec en janvier ne sonne le glas de son projet.

Sans réaction rapide, le bras de fer continuera donc et laissera le Royaume-Uni face à deux issues possibles : un projet insatisfaisant prêt à être rejeté et une sortie de l'UE brutale sans accord et aux conséquences encore plus dramatiques. La première ministre semble avoir délibérément décidé de jouer la montre pour forcer le parlement à accepter un accord de dernière minute permettant d'éviter un saut dans l'inconnu.

Nouveau référendum pour sortir de l'impasse

Theresa May est, plus que jamais, opposée à l'organisation d'un nouveau référendum qui s'impose pourtant de plus en plus comme la seule voie alternative.

Du côté des travaillistes, l'ancien chef du gouvernement, Tony Blair, est intervenu pour souligner la stratégie irresponsable de la première ministre qui, selon lui, force les députés à accepter un accord qu'ils considèrent mauvais, en ne laissant que le « no deal » comme alternative. Le temps presse pourtant et si l'échec programmé se produit, un référendum deviendra la dernière solution réaliste pour éviter in-extremis la rupture nette et sans filets avec l'UE. Les sondages montrent que les britanniques sont désormais près de 48% à vouloir un nouveau référendum contre 34% qui n'en souhaitent pas. Les britanniques voteraient différemment aujourd'hui, face à l'incertitude qui pèse depuis plus de deux ans sur l'avenir du Royaume-Uni et sur les perspectives économiques. Si déjà 700'000 personnes se sont réunies à Londres pour manifester leur soutien à l'organisation d'un nouveau référendum, ce n'est pas moins non plus de 53 parlementaires qui soutiennent aussi cette idée.

« Ce que le peuple a fait, seul le peuple peut le défaire », voilà un adage qui justifiera d'un revirement complet d'attitude et qui pourrait bien résoudre simplement le casse-tête sur lequel s'épuise la politique britannique depuis des mois, sans trouver de solution acceptable.

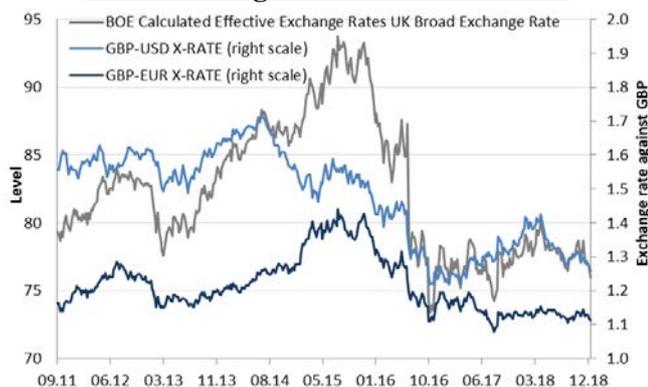
Une partie de la société civile britannique s'est déjà positionnée sur la question, en souhaitant l'organisation d'un nouveau référendum. L'immense majorité des sociétés britanniques redoute les conséquences d'une sortie de l'UE. D'autres figures de diverses sensibilités politiques, comme le maire travailliste de Londres, Sadiq Khan, John Major (conservateur), ou le chef du Parti libéral-démocrate, Vince Cable, sont tous convaincus que le Brexit n'est pas inévitable et peut être arrêté. Chez les travaillistes, Jeremy Corbyn est désormais ouvert à un nouveau référendum, suivant en ce sens une majorité écrasante des membres de son parti favorables à cette proposition et qui voteraient largement en faveur du « remain ». Du côté de la majorité gouvernementale, les europhiles du parti conservateur font entendre leur voix et osent proposer l'idée d'un nouveau vote sur le Brexit. Même le ministre des finances, Philip Hammond, semble admettre que rester dans l'UE serait préférable à une sortie. La nouvelle position du « Labour » pourrait bien permettre à une majorité composite d'obtenir un vote différent et de sortir de l'impasse. Mais il faudra, sans doute, attendre la fin janvier et un rejet du projet d'accord de Theresa May pour que toutes les conditions d'un nouveau référendum soient réunies. Il ne sera alors peut-être pas simple de l'organiser avant la date butoir du 29 mars, mais gageons que pour résoudre cette question par un nouveau vote populaire, l'UE ne rechignera pas à accorder un délai supplémentaire. Parler ouvertement d'un plan B revient presque automatiquement à tuer le plan A, mais la Commission européenne ne cache

pourtant plus son inquiétude et prépare les Etats membres à cette éventualité.

La Livre subit toujours la pression du Brexit

La Livre est, depuis plus de deux ans, l'otage de la situation politique complexe qui maintient une incertitude pesante sur les perspectives économiques du Royaume-Uni. 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 vote de juin 2016, dans l'attente d'une meilleure visibilité politique. Un scénario de « no deal » dans trois mois serait certainement le plus dramatique pour la monnaie britannique, qui n'y résisterait certainement pas et pourrait encore enregistrer une chute de -10% à -25% (scénario du pire, selon la Banque d'Angleterre).

Taux de change effectif et dollar – euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

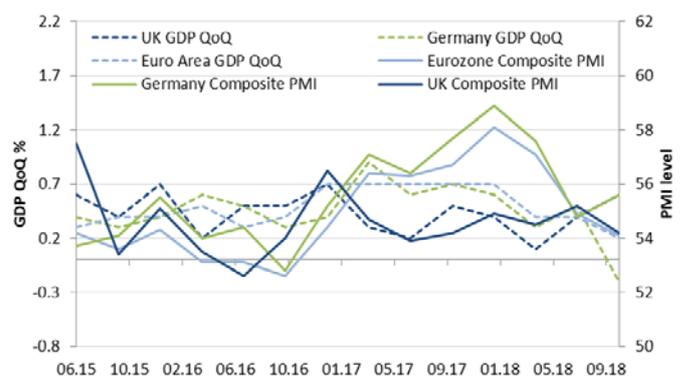
La récente correction de -4% contre l'euro et le dollar souligne déjà le retour en force de cette anticipation. Cependant, une progression ces prochaines semaines de la volonté des britanniques d'organiser un nouveau référendum pourrait redonner un peu de soutien à la Livre. Nous n'anticipons toutefois pas de tendance favorable au cours des trois prochains mois, à moins que le plan B ne commence à s'imposer comme la solution de sortie de crise.

Inquiétantes menaces sur le PIB

Sur le front économique, la guerre des chiffres se poursuit pour convaincre les députés d'accepter l'accord négocié par Theresa May, lequel devrait être moins dramatique qu'un « no deal ». Un rapport remis au gouvernement relevait en novembre qu'une sortie sans accord coûterait 9.3% du PIB britannique en 15 ans, soit environ deux fois plus que l'estimation de 3.9% correspondant au projet de la première ministre. La Banque d'Angleterre relève aussi que le PIB pourrait être amputé de 7.8% à 10.5% d'ici 2024 par

rapport à ce qu'il aurait été sans le Brexit. Elle envisage une hausse du taux de chômage en progression à 7.5%, une inflation en hausse à 6.5% et une chute dramatique de -30% des prix de l'immobilier. Même en cas de succès de négociation, la BoE prévoit un impact de -1.2% à -3.8% sur cinq ans. Dans l'attente d'une sortie de crise, ces chiffres sont évidemment loin de rassurer les britanniques. L'incertitude s'accroît logiquement et mord sans surprise sur la confiance des agents économiques. Le PIB pour le 3^{ème} trimestre s'est pourtant inscrit en hausse de +0.6% et +1.5% sur un an ; les données pour les derniers mois suggèrent une perte de dynamique de plus en plus nette, à l'approche de la fin d'année. La croissance calculée sur trois mois à la fin octobre n'est que de +0.4%, en raison d'un mois d'octobre nettement plus faible (+0.1%). La meilleure tenue du secteur des services (+0.2%) a permis d'éviter une stagnation de l'économie, laquelle enregistrerait des ralentissements sur tous les segments importants. Le secteur manufacturier se contractait de -0.9% en octobre (-1% sur un an), soit davantage que la production industrielle en baisse de -0.6% (-0.8% sur un an). Malgré une Livre sterling toujours faible, les exportations (+0.8%) n'ont pas connu de développements suffisants pour apporter une contribution positive, tandis que le résultat du commerce extérieur (-11.9 milliards de livres) s'aggravait, après révision des premiers chiffres publiés, sous l'impulsion d'une poursuite des coûts des importations (+3.5%). La balance des services (8.6 milliards) a permis de réduire le déficit commercial global à 3.3 milliards de livres.

PIB et PMI trimestriels UK – Eurozone – Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les PMI sont à la limite de la croissance

A quelques mois de l'échéance fatale pour le Royaume-Uni, l'économie britannique reste largement dominée par l'incertitude. Le ralentissement est toujours plus sensible et devrait se poursuivre, si l'on en croit les indicateurs avancés. L'indice PMI du secteur des services a chuté de 56 (décembre 2016) à 50.4 en novembre, proche de son seuil de croissance, marquant ainsi son plus bas niveau depuis juin 2016 et une inquiétude

croissante à l'approche de la date butoir. Le PMI du secteur manufacturier enregistrait un rebond permettant à l'indice composite de rester au-dessus du seuil de 50, en s'établissant à 50.7. La progression du PIB au quatrième trimestre pourrait se limiter à +0.1%.

Les perspectives de croissance pour l'économie britannique s'amenuisent donc encore un peu plus, ce qui confirme qu'une reprise en fin d'année et au 1^{er} trimestre 2019 semble peu probable.

La BoE est toujours en mode « wait and see »

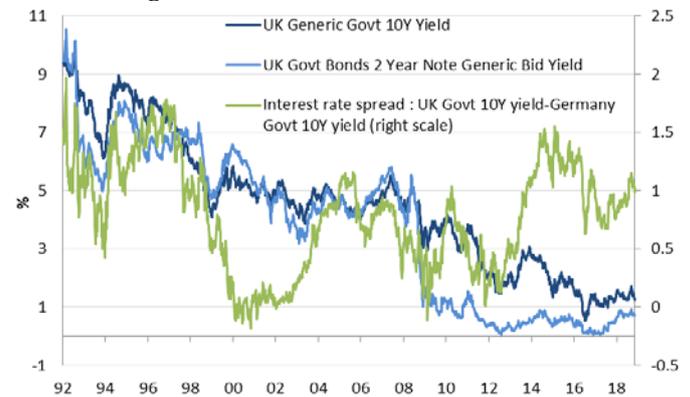
Après la hausse des taux de 0.25% en août, nous estimons que la politique monétaire de la BoE devait rester stable au moins jusqu'en fin d'année. La BoE peut être rassurée par l'évolution récente de l'inflation qui revient vers l'objectif de 2% fixé. L'indice CPI déclinait à 2.4% en novembre, tandis que l'inflation de base (hors alimentation/énergie) n'était plus que de 1.9%. Le taux de référence (0.75%) de la BoE restera inchangé au moins encore jusqu'à une résolution du Brexit en mars 2019. Les membres du MPC semblent rester confiants dans une issue favorable et s'attendent à de possibles surprises positives en matière de croissance, justifiant leur prévision de futures hausses de taux en 2019.

Pas de perspectives pour les obligations en livre

Les derniers chiffres d'inflation pointent donc maintenant vers une stabilisation proche du niveau souhaité par la BoE. Dans le contexte actuel spécifique du Royaume-Uni, les taux courts resteront stables, mais les taux longs pourraient encore suivre la tendance observée sur les marchés obligataires internationaux depuis quelques semaines, qui les poussent plutôt à la baisse. L'environnement international global est, en effet, aussi affecté par les incertitudes entourant la question des tarifs douaniers et d'un risque d'inversion de la courbe des taux aux Etats-Unis. Les rendements des obligations du Trésor britannique ont participé à ce mouvement en glissant d'environ 25 points de base sur la plupart des échéances. Nous estimons toutefois que, du point de vue d'un investisseur étranger, les

rendements observés sur le marché obligataire en Livre sterling ne rémunèrent pas le risque lié à un échec des négociations et d'un Brexit sans accord avec l'UE. Le risque lié à la devise est élevé et n'est évidemment pas compensé par un rendement d'à peine 1.5% à dix ans. Le marché obligataire britannique n'offre donc pas, pour l'instant, de perspectives séduisantes.

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans

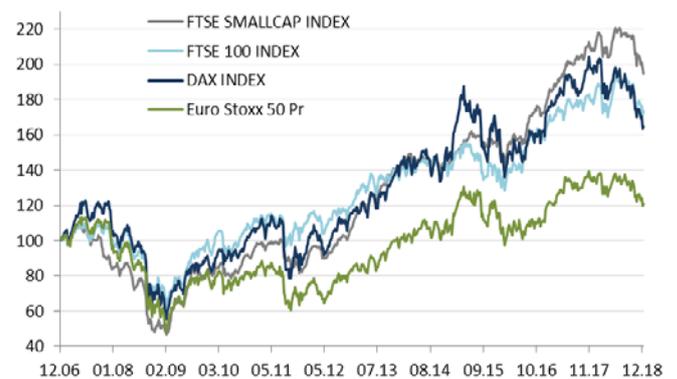


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

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 : +4122 5959 611 - F : +4122 5959 612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch