

L'incertitude subsiste après le report de six mois du Brexit

Du temps pour éviter un « no deal ». Croissance au bord du gouffre. Taux d'intérêt inadaptes. La Livre résiste. Prudence sur l'ensemble des actifs britanniques et sur la Livre sterling.

Points-clés

- La date fatidique est passée et alors ?
- Du temps pour éviter un « no deal »
- Six mois de report jusqu'au 31 octobre 2019
- Les taux d'intérêt n'intègrent pas les risques d'un « no deal »
- Rendements à dix ans de +1% pas adaptés à la situation spécifique du Royaume-Uni
- Risques importants de remontée d'inflation et de la courbe des taux d'intérêt
- Un « no deal » peut encore frapper la Livre sterling
- Eviter l'exposition à la monnaie britannique
- L'incertitude du Brexit menace un peu plus la croissance (PMI composite à 50)
- Le PIB britannique est au bord de la récession
- Récession ou choc majeur en cas de « no deal »
- La BoE est prête à monter les taux directeurs ?
- Prudence sur les actions et l'immobilier
- Baisse des prix de l'immobilier

La date fatidique est passée et alors ?

Depuis 2016, la date du 29 mars a largement été évoquée comme celle de la dernière limite pour trouver un arrangement avec l'Union européenne, sans quoi un « no deal » serait la solution par défaut. Près de trois années de négociations difficiles n'ont pourtant pas encore permis de solutionner, même à minima, un imbroglio juridique et politique tout à fait prévisible dès le lendemain du vote.

En ce début avril, un « deal » rapide semble improbable alors qu'un « no deal » n'est souhaité par presque personne, il ne reste donc que deux voies à explorer, celle d'un report temporaire et celle d'un nouveau vote.

Après avoir tenté d'obtenir, à plusieurs reprises et sans succès, un vote du parlement sur l'accord qu'elle avait obtenu de l'Union européenne, Theresa May tente une nouvelle approche en s'adressant à l'opposition travailliste dans une nouvelle tentative de trouver une solution négociée politiquement plus large. Cette ouverture de dernière minute intervient peut-être trop tardivement pour permettre de trouver un compromis acceptable par le parlement.

La première ministre britannique tente donc de réaliser l'improbable en essayant de rapprocher les positions des conservateurs et des travaillistes pour obtenir un compromis sur le Brexit. A l'heure où nous écrivons ces lignes, les discussions avec le leader de l'opposition sont entamées, mais n'ont débouché sur aucun résultat tangible. Il sera sans doute difficile de concilier des positions qui semblent opposées, comme la volonté des travaillistes de maintenir le Royaume-Uni dans l'union douanière avec l'Union européenne, ce qui est clairement inacceptable pour les eurosceptiques du Parti conservateur qui veulent pouvoir disposer d'une marge de manœuvre totale pour mener leur politique commerciale à leur guise vis-à-vis des pays tiers.

Theresa May a finalement obtenu de l'Union européenne un report de la date du Brexit fixée au 29 mars pour donner suffisamment de temps à ces négociations pour aboutir. Elle avait proposé une extension du délai déjà accordé jusqu'au 12 avril à la fin juin. L'Union européenne a finalement accepté de prolonger le délai demandé à une date bien plus éloignée (qui évitera de remettre trop rapidement au premier plan la question du Brexit).

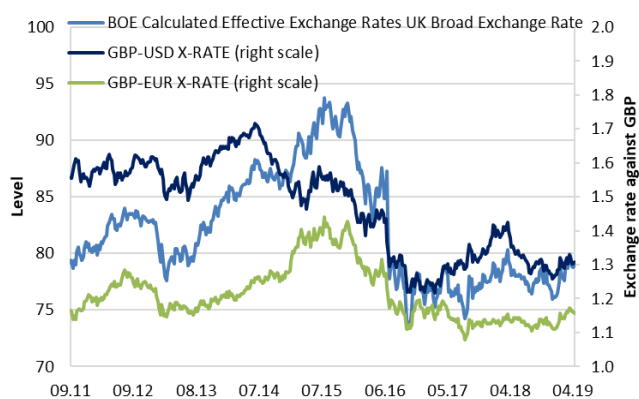
Du temps pour éviter un « no deal »

Ce qui semble clair à ce stade, c'est la volonté commune affichée d'éviter un « no deal ». Pour cela l'Union européenne a été prête à des concessions mineures comme le report de la date du Brexit. Rappelons à ce propos que lors du vote de juin 2016, nous relevions déjà que le Brexit prendrait du temps et qu'il faudrait sans doute allonger le délai de deux ans prévu par le traité de l'Union européenne pour y parvenir.

Nous voilà désormais confronté à cette éventualité qui s'impose maintenant comme une absolue nécessité. La question d'un possible report n'en était donc pas vraiment une, ce qui devait être décidé tenait en fait essentiellement à sa durée et aux conditions et garanties que fixeront les 27 pour accorder du temps au Royaume-Uni d'adopter une politique claire et acceptable. Les institutions européennes devaient pouvoir sortir renforcées de ce processus, par conséquent les contraintes qui seront posées au Royaume-Uni pour autoriser un report devraient être relativement strictes. Si du côté de la première ministre Theresa May on privilégie sans doute une solution courte, soit avant le 23 mai, l'Union européenne a voulu se donner du temps, considérant les difficultés de l'entreprise et lui proposer un délai plus long jusqu'au 31 octobre 2019.

Si on évoquait parfois une durée d'un an, finalement notre sentiment que l'UE lui accorderait un délai supplémentaire de six mois a bien été confirmé. Le processus qui proposé à Theresa May à l'issue du sommet européen du 10 avril a effectivement donné plus de six mois pour apporter une solution crédible à la crise actuelle. La question des élections européennes qui faisait débat est désormais tranchée, le gouvernement britannique organisera la tenue des élections européennes du 23 au 26 mai, même si l'objectif annoncé est toujours de sortir de l'Union européenne avant cette échéance.

Taux de change effectif et dollar – euro

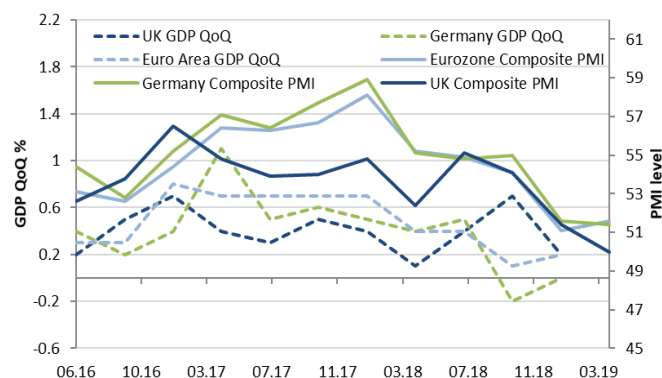


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les taux d'intérêt n'intègrent pas les risques d'un « no deal »

La première date butoir du Brexit du 29 mars 2019 est passée sans qu'un accord ait été trouvé entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. La situation politique complexe dans laquelle se trouve le pays n'a pas permis à la première ministre Theresa May d'obtenir un vote positif à sa proposition négociée. Une sortie sans un accord le 13 avril ou le 23 mai est de plus en plus probable. Les effets d'un tel échec politique ne semblent pas réellement pris en compte par les marchés financiers qui ne veulent pas envisager cette issue particulièrement négative pour la Livre, la croissance économique et très certainement l'inflation au Royaume-Uni pour ne mentionner que ces points principaux. Nous craignons dans cette situation que le niveau actuel de 1% sur les taux longs ne soit absolument pas adapté à une économie qui pourrait très rapidement entrer en stagflation, c'est-à-dire une croissance en chute et une hausse des indices CPI et PPI. Le niveau particulièrement bas des rendements en Livre sterling est donc associé à un risque de moins-value en capital soudaine, à un risque de dévalorisation de la

PIB et PMI trimestriels UK – Eurozone – Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

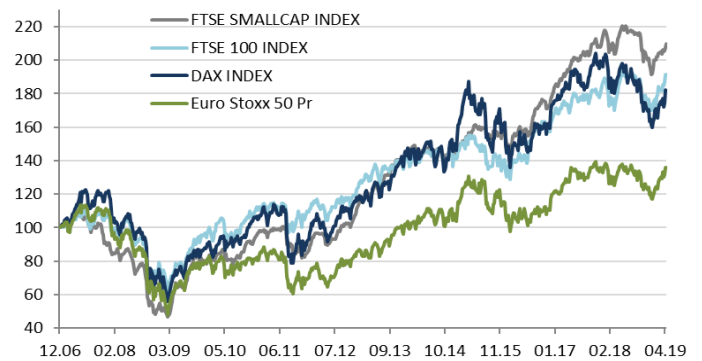
Livre et à une probable perte de confiance des investisseurs. Ce contexte n'est pas particulièrement attrayant et nous recommandons de ne pas conserver d'exposition au marché de taux britannique. L'inflation britannique avait atteint 3.1% en 2017 avec la chute de la livre sterling avant de se réduire progressivement pour atteindre 1.8% en mars. Les risques d'une remontée de l'inflation suite au Brexit dépendront évidemment de la solution trouvée et seront évidemment très supérieurs en cas d'une sortie sans accord.

Un « no deal » peut encore frapper la Livre

La Livre sterling est plus que jamais otage de la situation politique complexe entourant le Brexit. Le Royaume-Uni aurait déjà dû sortir de l'Union européenne au 29 mars

sans un accord. La perspective d'un « no deal » étant certainement la pire situation tant pour le Royaume-Uni que pour l'Union européenne, un délai supplémentaire a été accordé à Theresa May pour lui permettre de tenter une dernière manœuvre politique permettant de sauver la situation catastrophique qui se dessine. Le 13 avril, puis ultimement le 23 mai, une solution devra être avalisée. A l'heure où nous écrivons ces lignes, la situation est dans une impasse politique qui ne semble étonnamment plus affecter la Livre sterling. La devise britannique est effectivement en phase de stabilisation depuis neuf mois dans l'attente d'une solution négociée du Brexit. La probabilité d'un « no deal » n'est certainement pas prise en considération pour l'instant, alors que le risque de dévaluation de la Livre n'est de loin pas négligeable. Dans un tel contexte, nous maintenons une position prudente sur la Livre sterling.

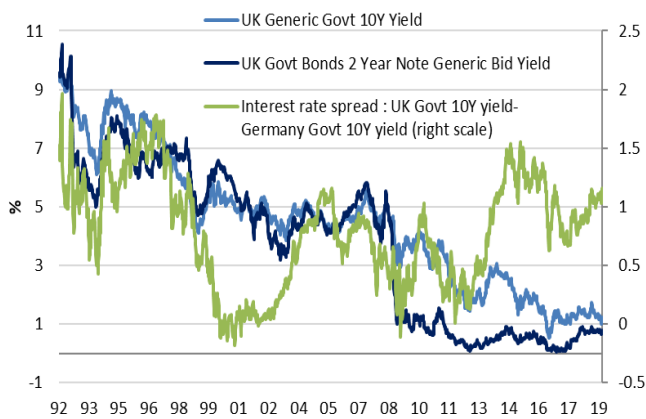
Actions UK (large – small) Eurozone – Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Avec la chute de cet indicateur des services, les risques de contraction de l'économie britannique s'intensifient et pourraient annoncer une récession du PIB dans les prochains mois. Il est probable que la date butoir annoncée depuis 2016 du 29 mars a certainement freiné quelques projets ou décisions dans l'attente d'une meilleure visibilité, mais en avril la situation n'est pas plus claire et la probabilité augmente donc de voir de nouveaux déclin dans le degré de confiance et les perspectives pour les prochains trimestres. La résistance relative de l'indice composite n'est pas non plus une source de satisfaction si l'on considère qu'il n'a pas glissé en dessous du seuil d'expansion essentiellement en raison de la constitution de stocks de matières premières des entreprises, inquiètes de possibles perturbations dans leur approvisionnement suite au Brexit.

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'incertitude du Brexit menace un peu plus la croissance

Les mois passent sans que l'économie britannique ne puisse entrevoir une solution à la crise politique qui augmente chaque jour l'incertitude des milieux économiques et des consommateurs. La dernière publication pour le mois de mars de l'indicateur avancé PMI Markit/CIPS UK Composite ne change pas la tendance en cours depuis plusieurs trimestres. Le niveau de 50 atteint en mars (décembre 2018 51.4) suggère que l'économie britannique est désormais à la limite de la croissance ou de la récession. Contrairement à d'autres pays, au Royaume-Uni c'est le segment manufacturier qui semble se redresser après une année 2018 de déclin assez régulier en rebondissant de 52 à 55.1 en mars. Du côté des services, généralement plus résistants dans d'autres économies au cours des derniers mois, les indicateurs avancés britanniques PMI des services s'enfoncent et glissent en dessous du seuil de croissance. L'indice PMI des services pour mars s'établi à 48.9, l'un des plus bas niveau atteint au cours des dix dernières années.

Récession ou choc majeur en cas de « no deal »

Les indicateurs avancés suggèrent ainsi plutôt une contraction du PIB après une croissance déjà proche de zéro au 1er trimestre 2019. Le report du Brexit, peut-être au 30 juin, ne devrait pas être considéré comme un facteur positif pour l'évolution immédiate du PIB britannique. La croissance de +0.2% au 4ème trimestre 2018 sera certainement suivie par un résultat nul au 1er trimestre. Les risques s'accroissent toutefois pour le 2ème trimestre 2019 et pour l'ensemble de l'année. Le consommateur britannique semble pourtant toujours présent et encore peu affecté par la problématique du Brexit. Depuis 2016 il soutient la demande intérieure, sans pour autant être en mesure d'apporter une dynamique suffisante pour faire sensiblement progresser la consommation. Le taux de chômage toujours proche de 4% est un élément de soutien qui permettra la progression des salaires et du pouvoir d'achat, en raison d'une inflation finalement assez modérée pour l'instant (+1.8%). Le revenu réel disponible des ménages a augmenté, mais l'endettement des ménages enregistre aussi sa neuvième progression trimestrielle. Le secteur public pourra peut-être soutenir la croissance comme cela fut le cas au

T4 2018 avec une contribution de +1.3%. La réaction la plus nette semble toujours être imputable aux entreprises qui logiquement, dans un contexte aussi incertain, coupent ou tout au moins repoussent à plus tard leurs investissements. La contribution des investissements des entreprises a donc encore été négative au T4 (-2.5%) pour le quatrième trimestre consécutif, constituant la plus longue phase de contraction depuis le début de la crise financière. Une inversion de cette tendance est assez peu probable dans le contexte actuel. Le déficit des comptes courants s'est encore accru à plus de 30 milliards d'US dollars, soit près de 4.4% du PIB. Pourtant les premiers chiffres de croissance du PIB de janvier montraient une forte reprise (+0.5%) de la croissance, un résultat volatil qui compense la chute de -0.4% en décembre. Mais les données publiées pour le mois de février suggèrent également une reprise de l'activité au 1er trimestre 2019, le PIB de février est en effet sorti en progression de +0.2% confirmant une légère relance. La production industrielle repasse en territoire positif sur un an (+0.1%) après avoir glissé de -0.9% en janvier. Cela va semble-t-il aussi un peu mieux du côté de la production manufacturière (+0.6%) et pour la construction, en hausse de +3.3% sur un an en février. Le Fonds monétaire international averti cependant que l'économie britannique risque un choc économique sévère en cas de sortie sans accord de l'Union européenne. Le FMI s'interroge sur les effets possibles d'un « no deal » et conclut que les risques sont élevés de voir des désordres très importants aux frontières ainsi qu'une forte hausse des prix des produits importés affectant aussi bien les entreprises que les consommateurs. L'impact négatif sur la croissance du PIB est estimé par le FMI à 1.4% la première année et 0.8% l'année suivante.

La BoE est prête à monter les taux directeurs ?

L'évolution récente de l'inflation qui est repassée en dessous du seuil de 2% donne un peu plus de marge de manoeuvre à la Banque centrale britannique. Elle avait dû remonter ses taux directeurs en 2017 à deux reprises et s'est ensuite abstenue d'agir dans un contexte de stabilisation de la livre sterling, de baisse de l'inflation et de ralentissement conjoncturel. La BoE reste particulièrement attentive aux développements

politiques entourant la problématique du Brexit en espérant certainement qu'un « no deal » puisse être évité. Dans ce cas, la BoE souhaitera certainement « normaliser » sa politique monétaire en faisant progresser ses taux directeurs vers l'objectif à long terme de 2% à 3%. Nous estimons toutefois que dans ce cas de figure, la BoE n'agira certainement pas rapidement et devrait laisser en 2019 son taux inchangé à 0.75%. En cas de « no deal », la marge d'action reste réduite pour la BoE. Elle a cependant déjà indiqué que dans cette éventualité, elle devrait certainement procéder à des hausses de taux directeurs pour lutter contre les effets inflationnistes probablement provoqués par une correction de la valeur de la livre sterling, les effets de l'introduction de tarifs douaniers sur les prix des marchandises et les impacts sur les prix des difficultés d'approvisionnement. Il n'est cependant pas certain que la BoE adopte rapidement cette politique, tant le besoin de soutien à la croissance économique sera alors criant. Il est donc tout à fait pensable que dans un premier temps la BoE agisse d'abord en baissant ses taux.

Prudence sur les actions et l'immobilier

Dans le contexte toujours incertain des négociations liées au Brexit, le ratio rendement/risque attendu du marché actions ne nous apparaît toujours pas attrayant. Cependant, la Livre semble 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. L'incertitude qui entoure encore la question non résolue de la future forme que prendra le Brexit pèse toujours un peu plus sur les prix de l'immobilier au Royaume-Uni, de plus en plus volatiles en ce début d'année. La dernière publication des prix de l'immobilier résidentiel pour le mois de mars (-1.6%) contraste avec le rebond de février (+6%), qui était précédé d'une chute de -2.6%. Les prix des maisons chutent plus nettement à Londres que dans le reste du pays. Le marché britannique reste dans l'ombre du Brexit et ne présente toujours pas d'opportunité de repositionnement. Nous recommandons de rester en dehors de ce marché, pour l'instant, au moment où la banque d'Angleterre évoque une chute possible de 25% des prix de l'immobilier dans le scénario pessimiste d'un Brexit sans accord.

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