

Brexit : bilan et perspectives pour les investisseurs



Andrew ARBUTHNOTT
Gérant de portefeuilles
sénior



Didier BOROWSKI
Directeur de la Recherche
macroéconomique



Andreas KOENIG
Responsable Devises



Chris MORRIS
Gérant de portefeuille
senior Obligations
mondiales



Tristan PERRIER
Économiste sénior

- **Bilan actuel et scénarios envisageables** : après la validation de l'Union européenne (UE), des moments difficiles s'annoncent jusqu'au vote de l'accord sur le Brexit par le parlement britannique en décembre. Le processus sera très ardu et s'accompagnera probablement de nouveaux épisodes de tensions sur les marchés mais, en définitive, **le scénario le plus probable nous semble être celui d'une ratification** (probablement plus tard que le 10 décembre). Quoi qu'il en soit, l'incertitude continuera certainement de régner jusqu'à l'échéance du Brexit fin mars.
- **Économie britannique** : bien que l'incertitude liée au Brexit pèse sur la confiance, nous supposons qu'en cas d'accord sur la sortie de l'UE (notre scénario central), l'économie britannique enregistrera une légère accélération en 2019 et 2020. De plus, le marché du travail est solide et la croissance des salaires réels, à nouveau positive, devrait soutenir la consommation.
- **Conséquences en matière d'investissement** : sur le **marché obligataire**, notre opinion est relativement neutre envers les Gilts (emprunts d'État) ; elle deviendra plus positive en l'absence d'accord, et plus négative dans le cas contraire. Sur le **marché actions**, nous restons prudents vis-à-vis des titres britanniques, et en particulier ceux des entreprises exposées à la croissance intérieure. Nous préférons les valeurs et secteurs davantage tournés vers l'international, dont l'essentiel des bénéficiaires proviennent de l'étranger ou dont les résultats sont libellés dans une devise autre que la livre sterling. **Sur les devises** : la tendance et la négociation de la livre sterling (GBP) deviennent de plus en plus binaires ; notre scénario central est celui d'un accord sur le Brexit, avec un potentiel d'appréciation pour la GBP, mais celle-ci devrait adopter une trajectoire très irrégulière. Par conséquent, la taille des positions et la gestion des risques des investisseurs souhaitant s'exposer à la GBP seront décisives.

Où en sommes-nous dans le processus du Brexit ?

DB/TP : l'actualité du Brexit s'est précipitée au cours des derniers jours : annonce de la validation d'un projet définitif d'accord sur le retrait du Royaume-Uni par l'UE et les responsables britanniques, approbation de l'accord par le cabinet de la Première ministre Theresa May, démission de plusieurs membres du même cabinet le lendemain (dont Dominic Raab, le secrétaire d'État au Brexit), lancement du processus d'appel à une motion de censure contre Theresa May par des parlementaires conservateurs eurosceptiques, ce qui n'a pas empêché la signature de l'accord avec l'UE le 25 novembre. De plus, les ministres pro-Brexit encore en poste ont ostensiblement défié Theresa May en annonçant qu'ils chercheraient à obtenir un amendement de l'accord, la majorité d'entre eux prévoyant toutefois rester au gouvernement. Pour l'heure, Theresa May n'est pas encore menacée car le seuil de 48 parlementaires conservateurs requis pour déposer une motion de censure n'a pas encore été atteint. Quand bien même, il faudrait alors qu'une majorité des 315 parlementaires conservateurs veuille évincer la Première ministre. Si Theresa May survit à ce vote, aucune autre motion de censure ne pourra être plus déposée contre elle pendant un an.

La principale raison pour laquelle les partisans d'un Brexit dur rejettent l'accord avec l'UE est le « backstop », ou clause de sauvegarde, visant à garantir à l'avance qu'aucune frontière physique ne sera érigée en Irlande et ce, quelle que soit l'issue des négociations commerciales qui seront menées durant la période de transition. Cette clause prévoit qu'en attendant une solution, le Royaume-Uni restera dans l'union douanière, dont il ne pourra se retirer de manière unilatérale : son départ sera soumis à l'examen d'un panel indépendant. De plus, l'Irlande du Nord restera soumise à la réglementation du marché commun européen pour la plupart des marchandises, ainsi que pour certains services. Le maintien du Royaume-Uni dans l'union douanière est déjà une concession majeure pour l'UE, qui n'envisage pas d'autres compromis.

« Un accord finira sûrement par être trouvé, mais à l'issue d'un parcours semé d'embûches. »

Quels sont les scénarios pour le vote parlementaire sur l'Accord de sortie de l'Union européenne ?

DB/TP : le processus du vote parlementaire (prévu le 11 décembre) sera très ardu et s'accompagnera probablement de nouveaux épisodes de tensions sur les marchés mais, en définitive, le scénario le plus probable nous semble être celui d'une ratification.

À l'heure où nous écrivons, nous maintenons notre prévision, qui est celle d'une **probabilité de 70 %** pour que l'accord soit ratifié (très probablement après un premier rejet) et que le Royaume-Uni entre dans une période de transition qui s'étendra jusqu'à fin 2020, avec de possibles extensions. Cette probabilité intègre toutefois des séquences d'événement très tortueuses pouvant faire place à l'utilisation de tactiques alarmistes, à de nouvelles négociations, voire à une crise politique et à de nouvelles élections assorties d'un léger report des échéances, mais avec tout de même un accord au final. En cas de besoin, l'UE accordera probablement une courte extension du délai de l'Article 50 (qui nécessite un vote unanime des 27 membres) pour permettre l'organisation de nouvelles élections et confirmer l'accord avec un nouveau gouvernement britannique. La véritable date butoir est plutôt celle des élections européennes de mai 2019.

Selon nous, la **probabilité pour qu'aucun accord ne soit trouvé s'élève à 20 %**, sachant que des mesures d'atténuation (qui devront être négociées bilatéralement et avec l'OMC) devraient empêcher le Royaume-Uni de se retrouver soumis au seul régime de l'OMC, tandis que les négociations continueront. Une solution devra également être trouvée pour éviter l'édification d'une frontière irlandaise contre la volonté du Royaume-Uni (qui pourrait refuser de coopérer avec l'UE sur ce point) mais également de la République d'Irlande (la question pouvant devenir une pomme de discorde avec le reste de l'UE) et des populations locales de part et d'autre de la frontière.

La **probabilité d'un deuxième référendum est de 10 %** (avec différentes issues possibles en fonction de la question posée et du résultat, ce qui réduit encore la probabilité d'une marche arrière sur le Brexit). Toutefois, un tel référendum ne serait probablement organisé qu'après de nouvelles élections législatives et la victoire des partis d'opposition (ainsi qu'une extension à court terme du délai de l'Article 50 par l'UE, conditionnée à la formulation de la question, ce qui pourrait être considéré comme une ingérence).

Enfin, d'autres scénarios secondaires sont envisageables, tels qu'une abrogation unilatérale de l'invocation de l'Article 50 par un nouveau gouvernement britannique (la Cour européenne de Justice a été consultée à ce cet égard et devrait rendre son jugement en janvier) afin de se laisser le temps de repenser toute la question, ou encore l'attribution au Royaume-Uni d'un statut provisoire de membre de l'Espace économique européen (EEE) pendant la durée des négociations (même si cela ne réglerait pas la gestion du règlement financier en l'absence d'une clause de sauvegarde sur l'Irlande).

Quelle est votre opinion sur le Royaume-Uni d'un point de vue macroéconomique ?

TP : pour l'instant, même si l'incertitude liée au Brexit et l'inflation causée par la dépréciation de la livre pèsent sur la confiance, les dégâts sont moins importants que prévu au lendemain du référendum de juin 2016. La croissance du PIB britannique a représenté 3,8 % depuis juin 2016, soit juste un peu moins que les 4,9 % de la zone euro. Toutefois, comme le potentiel de croissance s'est réduit simultanément, l'écart à la production s'est quand même résorbé : en effet, les flux migratoires nets depuis l'UE ont brutalement diminué depuis la mi-2016, entraînant une contraction de la croissance de la main-d'œuvre et de l'emploi. L'économie britannique devrait légèrement se redresser en 2019 et en 2020, à condition qu'un accord soit trouvé sur le Brexit. Le marché du travail est solide et la croissance des salaires réels, à nouveau positive après une période d'inflation élevée, devrait soutenir la consommation. En revanche, le cycle de la croissance est très mature, ce qui plaide pour un resserrement graduel de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre (BoE) et limite donc le potentiel de l'économie. Nos prévisions de PIB au Royaume-Uni s'établissent à +1,5 % pour 2019 et +1,6 % pour 2020 (en ligne avec une croissance tendancielle de 1,5 % environ). À plus long terme, nous estimons que l'accès réduit au marché européen va légèrement peser sur la croissance tendancielle. En l'absence d'accord sur le Brexit, les conséquences seront douloureuses pour l'économie britannique en 2019 et l'ampleur des dégâts sera conditionnée par les mesures d'atténuation qui pourront être négociées, et qui sont difficiles à prévoir à ce stade.

« En cas d'accord, la croissance britannique devrait à nouveau accélérer en dépit de l'incertitude politique ».

« Notre opinion est relativement neutre envers les Gilts. Elle deviendra plus positive en l'absence d'accord, et plus négative dans le cas contraire. »

Quelle sera l'orientation du marché obligataire britannique dans les différents scénarios de Brexit ?

CM : pour l'instant, notre opinion est relativement neutre envers les Gilts. La croissance est affaiblie, l'inflation semble avoir atteint un pic et ralenti plus vite que prévu, sur fond de flux d'investissement solides. Rappelons que les Gilts sont soutenus par un vaste marché de fonds de pension et de compagnies d'assurance, en particulier sur les échéances longues. Les gestionnaires de réserves de change mondiales semblent également être restés fidèles aux Gilts malgré l'importance du déficit courant et l'incertitude entourant le Brexit.

Bien sûr, les choses vont changer à l'approche des principales dates butoirs. Si les probabilités d'absence d'accord s'accroissent, nous deviendrons certainement plus optimistes car le marché devra alors éliminer ses anticipations de relèvement des taux, voire anticiper de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif¹. Toutefois, attention à ne pas trop rechercher cette tendance : la BoE a déjà insisté sur la difficulté pour elle d'évaluer la bonne approche monétaire en cas d'absence d'accord ou de Brexit dur. Celle-ci dépendra de l'offre et de la demande dans l'économie, tandis que la probable dépréciation de la livre risque de créer des tensions haussières sur les prix à l'importation. La BoE voudra se projeter au-delà de l'impact de la dépréciation monétaire, mais elle devra faire attention aux effets de second tour sur les salaires, sur un marché du travail où l'offre de main d'œuvre va certainement se réduire.

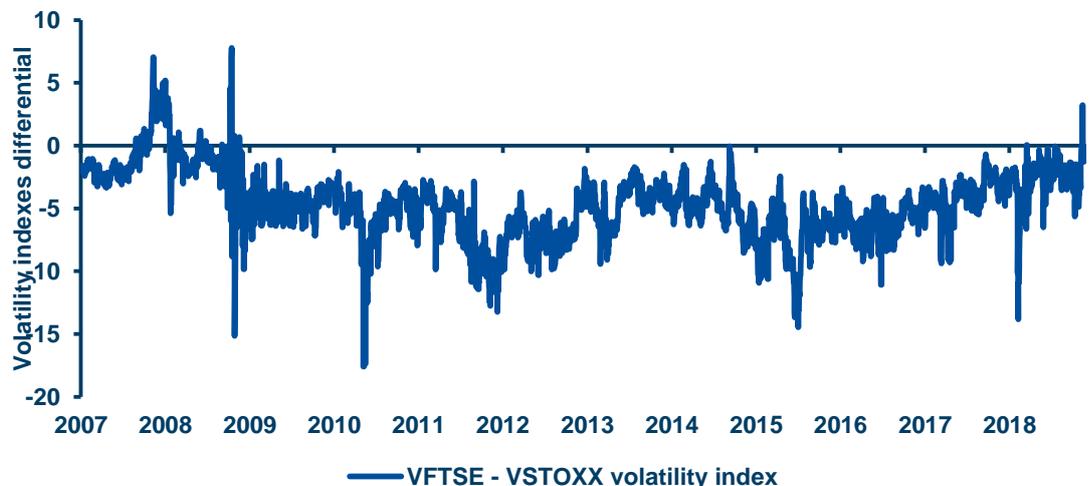
A contrario, en cas d'accord favorable, notre opinion sur les Gilts deviendra baissière, particulièrement pour les échéances courtes. Pour l'heure, le marché anticipe un rythme très lent de resserrement monétaire et la BoE a clairement laissé entendre qu'elle aurait plutôt tendance à intervenir plus vite, tant que l'éventail des issues du Brexit demeure dans sa fourchette de tolérance. Une fois encore, gare aux positions trop radicales. Les flux entrants sur le marché sont très soutenus depuis quelques années et la croissance reste affaiblie, bien qu'elle puisse l'être plus encore dans des scénarios de Brexit moins favorables. Si la livre sterling s'apprécie en raison de la baisse du risque d'absence d'accord, elle créera également des pressions baissières sur les prix.

Que pensez-vous des actions britanniques ?

AA : nous considérons avec prudence les actions britanniques dans le contexte global du marché européen. D'un point de vue purement axé sur la sélection des valeurs, nous pensons qu'il existe des opportunités plus intéressantes ailleurs. À ce stade, il est vrai que l'incertitude constante liée au Brexit pèse sur le potentiel de croissance et la rentabilité de nombreuses entreprises au Royaume-Uni.

« Nous considérons avec prudence les actions britanniques et privilégions les secteurs les plus exposés à l'international. »

La volatilité des actions britanniques atteint des plus hauts sur 10 ans par rapport à la volatilité de l'indice Eurostoxx



Source : Bloomberg, données au 23 novembre 2018. VFTSE = indice de volatilité du FTSE100 ; VSTOXX = indice de volatilité de l'Eurostoxx50.

¹ L'assouplissement quantitatif (QE) est un type de politique monétaire utilisée par les banques centrales pour stimuler l'économie en effectuant des achats d'actifs financiers auprès des banques commerciales et d'autres établissements financiers.

Le marché britannique se compose de secteurs axés sur l'économie domestique (les banques, la grande distribution, les services aux collectivités) et sur l'économie internationale (énergie, biens de consommation de première nécessité et soins de santé), dont les entreprises sont cotées au Royaume-Uni mais en tirent généralement une faible part de leurs revenus et de leurs bénéfices. Nous pensons que les investisseurs doivent privilégier globalement cette dernière catégorie, à savoir celle des modèles économiques internationaux. Ceux-ci peuvent profiter de la faiblesse de la GBP au niveau de leurs bénéfices lorsqu'ils effectuent la conversion des revenus et des flux de trésorerie générés dans d'autres régions du monde. À l'inverse, nous préférons garder une position neutre sur les entreprises plus axées sur l'économie intérieure du Royaume-Uni.

« La GBP dispose d'un potentiel d'appréciation en cas d'accord sur le Brexit ».

Quelle sera l'orientation de la livre sterling (GBP) à court terme ?

AK : la tendance et la négociation de la GBP deviennent de plus en plus binaires. Au stade actuel, les choses évoluent si vite qu'il est très difficile, sinon impossible, de disposer d'un avantage en matière de connaissance. Face à tant d'incertitude et d'instabilité, nous pensons donc que les décisions d'investissement doivent soit chercher à gérer (réduire ou liquider) une exposition à la GBP ou au Royaume-Uni, soit partir du principe que la situation offre une opportunité d'extraire des rendements sur le marché des devises. Nous sommes bien conscients que les différentes issues politiques auront des impacts distincts sur la GBP dans un sens comme dans l'autre ; toutefois, en cas d'absence d'accord, la baisse de la livre serait plus rapide et plus prononcée que l'appréciation en cas d'accord.

Notre scénario central est celui d'un accord sur le Brexit, avec un potentiel d'appréciation pour la GBP, mais sa trajectoire devrait être très irrégulière avant qu'un accord final soit trouvé. Par conséquent, la taille des positions et la gestion des risques seront décisives. Si l'accord est retoqué par le parlement au premier vote, la réaction négative de la GBP sera limitée, de l'ordre de seulement -1,0 % à -1,5 %, car le marché anticipera d'autres votes. À l'arrivée, nous pensons que l'accord finira par être adopté. Une absence d'accord aurait un impact très négatif et pourrait entraîner un repli d'environ 10 % de la GBP, qui plongerait potentiellement en deçà des niveaux de 2016 (aux alentours de 1,20).

Pic de volatilité de la GBP



Source : Bloomberg, au 23 novembre 2018.

« Les investisseurs doivent se positionner pour le scénario central, tout en étant prêts à s'ajuster rapidement aux scénarios alternatifs (Brexit dur ou absence d'accord) ».

En conclusion, comment les investisseurs doivent-ils positionner leurs portefeuilles dans la perspective d'un Brexit doux ou dur ?

CM : un Brexit dur, et plus spécifiquement une absence d'accord, créera certainement des pressions sur la livre sterling. On peut alors s'attendre à des mouvements comparables à la dépréciation d'après le référendum. De plus, les Gilts s'inscriront probablement en hausse sous l'effet de la révision des perspectives de croissance et des anticipations de relèvements des taux. Cependant, gardons à l'esprit que les marchés tirent des enseignements du passé et ont donc remarqué la bonne performance des actions britanniques dans le sillage du référendum, grâce à la faiblesse de la GBP. Les positions courtes sur les actions britanniques devront donc se focaliser sur les entreprises exposées à la croissance

intérieure. En revanche, les entreprises dont les bénéfices proviennent surtout de l'étranger, ou sont libellés dans une devise autre que la livre, profiteront certainement de la situation. Un Brexit « doux » aurait les conséquences inverses. Les Gilts perdraient probablement de leur attrait tandis que les conditions seraient plus favorables à la GBP et aux actions liées à l'économie intérieure. Quoi qu'il en soit, l'incertitude va certainement diminuer à l'approche de l'échéance du Brexit fin mars. D'une façon ou d'une autre, des alternatives finiront par être écartées. En ce sens, les marchés devraient observer des améliorations au niveau du taux de change de la GBP sous le simple effet de la dissipation des incertitudes. Les stratégies d'options sont très prisées pour se protéger contre le risque baissier : à mesure que les échéances se rapprocheront, la valeur de ces options va probablement baisser et la volatilité se réduira lorsqu'une décision sera prise. Il faut cependant garder à l'esprit que l'UE a tendance à reporter ses décisions jusqu'au dernier moment : plusieurs questions importantes resteront donc certainement sans réponse, même après le 29 mars. Et d'autant plus si le Royaume-Uni bénéficie d'une extension du délai prévu par l'Article 50.

Pays européens : qui sont les gagnants et perdants du Brexit ?

TP : étant donné la coopération nécessaire à l'échelle européenne, entre autres sur le plan économique, et le risque que le Brexit galvanise les courants politiques anti-système en Europe, on ne peut pas vraiment dire qu'il puisse y avoir des gagnants. L'Irlande, tout au plus, pourrait se servir de sa position de passerelle entre le Royaume-Uni et l'UE, bien qu'elle soit également plus exposée que d'autres aux dégâts économiques potentiels du Brexit. Certaines activités à forte valeur ajoutée vont continuer de se relocaliser dans des grandes villes européennes mais, jusqu'à présent, cette tendance prononcée n'est pas non plus spectaculaire. S'agissant des flux commerciaux, après l'Irlande, ce sont la Belgique et les Pays-Bas dont les exportations vers le Royaume-Uni représentent la plus grande part du PIB (marchandises et services combinés), mais compte tenu de la complexité des chaînes de valeur intégrées en Europe, les conséquences négatives seront peut-être plus vastes qu'il n'y paraît. En l'absence d'accord sur le Brexit, les dégâts économiques se feront ressentir dans toute l'Europe (mais, bien sûr, nettement plus au Royaume-Uni) au travers des canaux financiers, commerciaux et de la confiance ; ils s'accompagneront en outre de conséquences politiques majeures, car l'UE devra surmonter la situation (notamment les grandes incertitudes entourant la frontière irlandaise) dans un contexte déjà rendu difficile par le cas de l'Italie et la montée en puissance des courants contestataires.

Avertissement

Sauf mention contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont valables en novembre 2018. Les opinions qui sont exprimées sur les tendances de marché ou économiques sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement le point de vue d'Amundi Asset Management. Elles peuvent évoluer à tout moment selon les conditions de marché ; la performance des pays, marchés ou secteurs ne comporte aucune garantie. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme des conseils en investissement, des recommandations de titres ou une indication d'achat/vente pour le compte d'un produit géré par Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché mentionnées ci-dessus se réalisent ou que les tendances se poursuivent. Investir comporte des risques, notamment des risques politiques et de devises. Le rendement et la valeur du capital initial peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et l'investisseur peut perdre l'intégralité du capital investi. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation à l'achat de parts de fonds ou de services.

Date de publication : 26 novembre 2018.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

Amundi Investment Insights Unit (AIU) vise à transformer l'expertise du CIO et la connaissance globale de l'investissement d'Amundi en idées applicables et en outils adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à de multiples sources d'information, nous visons à devenir un partenaire de choix dans la fourniture d'opinions claires, régulières, actualisées, pertinentes et éclairantes à même d'aider nos clients à prendre les bonnes décisions d'investissement.

Venez découvrir Amundi Investment Insights dans notre Research Center

<http://research-center.amundi.com/>

Rendez-vous sur :



www.amundi.com

Amundi
ASSET MANAGEMENT