

LE THÈME DU MOIS

Brexit : accord probable, mais pas dans l'immédiat

SERGIO BERTONCINI, Responsable de la Recherche Taux et Change

TRISTAN PERRIER, Économiste Senior

SILVIA DI SILVIO, Stratégiste Fixed Income & Change

Finalisé le 30/10/2019

L'essentiel

Les risques de Brexit sans accord ont sensiblement diminué au cours des dernières semaines, de sorte que la Banque d'Angleterre est maintenant plus susceptible de maintenir sa politique monétaire en suspens et d'adopter une attitude attentiste jusqu'à l'année prochaine. Les rendements nominaux britanniques ont déjà écarté l'essentiel du risque de *no deal*, avec une correction de près de 30 pb par rapport à leur creux d'octobre et ils devraient désormais converger vers la tendance mondiale des taux nominaux.

Le dossier du Brexit a connu d'importants développements au cours des deux dernières semaines d'octobre.

Un nouvel accord de retrait a été conclu le 17 octobre entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, mais le Parlement britannique (tout en acceptant le principe de cet accord) a refusé de le ratifier par une procédure accélérée. Ceci a contraint le Premier ministre britannique à requérir, et obtenir de l'UE, un nouveau report de la date du Brexit au 31 janvier 2020. Enfin, le Parlement britannique a donné son feu vert à l'organisation d'élections anticipées le 12 décembre, le gouvernement faisant savoir qu'il n'y aurait pas de nouvelle tentative d'obtenir la ratification de l'accord de Retrait d'ici-là.

La principale conséquence de ces événements est que le risque de Brexit sans accord, encore perçu comme élevé il y a quelques semaines, a fortement diminué. En effet, si le résultat des élections britanniques, est, en raison du système électoral, toujours difficile à prévoir, les principaux scénarios électoraux ne plaident pas pour une sortie brutale du Royaume-Uni de l'UE.

Une victoire des Conservateurs (aujourd'hui nettement en tête des sondages) serait, ainsi, probablement suivie de la ratification de l'accord de retrait. C'est là un changement fondamental, puisqu'avant l'existence d'une formule de Brexit acceptable à la fois par l'UE et par l'ensemble du Parti Conservateur, le scénario très possible d'une victoire électorale de ce dernier était plutôt perçu comme de nature à augmenter le risque d'une sortie sans accord.

En cas de victoire des partis d'opposition, en revanche, le Royaume-Uni pourrait se diriger vers un second référendum. Notons cependant que l'issue d'un tel référendum apparaît à ce jour, très incertaine, d'autant plus que l'on ne sait pas exactement quelle serait l'alternative présentée aux électeurs (l'un des choix possibles serait, très probablement, le maintien du Royaume-Uni dans l'UE, mais plusieurs possibilités sont envisageables concernant l'autre, ou les autres choix).

Les quelques itinéraires subsistants conduisant à un Brexit sans accord paraissent très improbables. Il faudrait pour cela une conjonction d'événements tels que, par exemple, des élections ne permettant pas la formation d'une majorité gouvernementale, le rejet par les électeurs des formules autres que le « hard Brexit » qui pourraient leur être proposées par référendum, ou encore un durcissement de la position des Conservateurs qui tenteraient de renégocier l'accord de Retrait, envenimant les relations avec l'Union Européenne. Mais, même dans de tels cas, il faudrait encore un épuisement de nombreuses solutions alternatives avant d'arriver à une sortie brutale.

Rappelons toutefois que la ratification de l'accord de retrait, qui semble aujourd'hui le scénario le plus probable, sera loin de régler définitivement la question du Brexit. En effet d'après cet accord, au lendemain du Brexit officiel, le Royaume-Uni entrera dans un régime de transition lui permettant de conserver l'essentiel de son accès au Marché Unique Européen (quoique sans participation aux instances décisionnaires). C'est durant cette période de transition (prévue pour durer jusqu'à fin 2020, avec la possibilité d'une extension jusqu'à fin 2021 ou 2022) que le pays devra négocier le cadre durable de ses relations avec l'UE. La tâche ne sera pas facile compte tenu du fait que la négociation de traités de libre-échange prend, en général, de nombreuses années.

Même dans un scénario de Brexit ordonné, on ne peut donc écarter de nouveaux épisodes d'incertitude. Il est possible, par exemple, qu'afin d'avoir les mains libres pour mettre en œuvre des traités de commerce avec des pays tiers, les Conservateurs pro-Brexit les plus durs tentent d'empêcher une extension de la période de transition (une décision à ce sujet doit, en principe, être convenue entre le Royaume-Uni et l'UE avant le 1^{er} juillet 2020). Il serait alors théoriquement possible que le Royaume-Uni perde son accès au Marché Unique dès fin 2020, sans qu'un traité de libre-échange avec l'UE ait eu le temps d'être négocié (ou du moins les Conservateurs britanniques peuvent-ils brandir cette menace pour hâter les négociations avec l'UE). Qu'un tel scénario soit, au final assez improbable (l'Europe a prouvé maintes fois qu'elle savait trouver solutions et extensions des délais quand il le fallait) n'empêchera pas forcément qu'il y ait des montées temporaires de doutes à ce sujet.

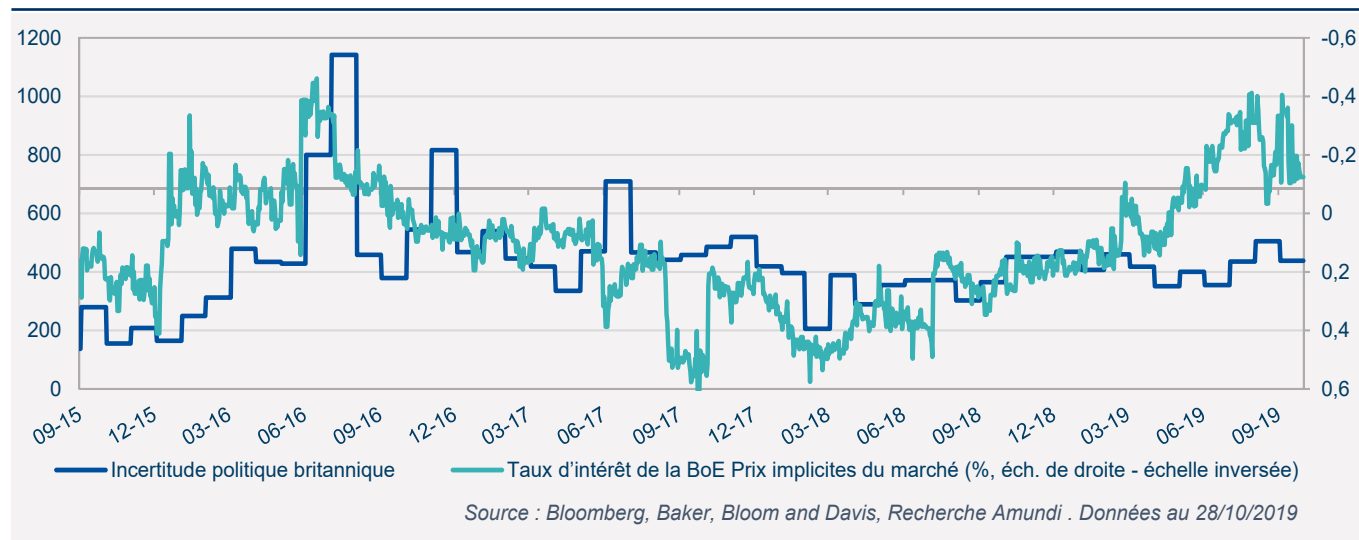
Cependant, dans l'ensemble, nous jugeons que les tensions liées au Brexit devraient être moins fortes en 2020 qu'en 2019. C'est là un développement positif avant tout pour l'économie britannique, pour laquelle nous avons une prévision de croissance de 1,1 % en 2020, même si nous jugeons que la perte d'accès au Marché Unique Européen, si elle est confirmée, sera quand même préjudiciable à la croissance potentielle. C'est également un élément positif, dans une moindre mesure, pour l'économie de la zone euro, où les effets néfastes du Brexit sur la confiance industrielle et le commerce extérieur (notamment celui de l'Allemagne) ont parfois été visibles en 2019.

Point sur la Banque d'Angleterre

Depuis le référendum sur le Brexit du 23 juin 2016, la Banque d'Angleterre (BoE) a parcouru un chemin difficile. En effet, celle-ci a dû calibrer sa politique monétaire en cherchant à trouver un équilibre entre une inflation poussée à la hausse par la dépréciation prolongée de la livre sterling et l'affaiblissement de l'activité économique résultant de l'incertitude engendrée par les négociations entre le Royaume-Uni et l'UE sur les modalités de l'accord de retrait.

Cela s'est traduit par une baisse de 25 pb des taux d'intérêt au lendemain du référendum (août 2016), afin de soutenir l'économie au vu des prévisions d'un affaiblissement significatif, suivie de deux hausses (de 25 pb chacune) en novembre 2017 et août 2018. Ces deux hausses se fondaient sur le maintien persistant de l'inflation au-dessus de la cible et sur la constatation que l'économie résistait mieux que prévu dans les projections de la banque centrale. Malgré le niveau constant et très élevé du tapage politique, les orientations prospectives de la BoE ont toujours reposé sur son ouverture à un durcissement modéré et progressif de sa politique monétaire en cas de Brexit ordonné. Cependant, avec le ralentissement mondial qui a commencé à se dessiner au second semestre de 2018 et qui est devenu depuis lors un grave problème de marché, les principales banques centrales ont réorienté leur politique vers plus d'accommodation et la BoE a conditionné ses orientations prospectives non plus seulement à une sortie ordonnée de l'UE mais également à un redressement de la croissance mondiale.

1/ Incertitude politique britannique et taux d'intérêt de la BoE



À ce jour, en dépit d'incertitudes persistantes, la probabilité d'un Brexit dur a sensiblement diminué (passant de 40 % à son plus haut niveau, à environ 5 % actuellement, selon le bookmaker Betfair) le Royaume-Uni et l'UE ayant présenté un projet commun d'accord de retrait lors du Conseil européen du 17 octobre dernier. Un accord semble désormais être l'issue la plus probable, étant donné la volonté affichée du parti conservateur de faire approuver l'accord par le Parlement britannique.

Par conséquent, nous estimons que la prolongation de trois mois du délai d'application de l'article 50 sera propice à un accord, mais n'offrira pas à la Banque d'Angleterre une marge de manœuvre suffisante pour normaliser ses taux d'intérêt. Le plus vraisemblable, selon nous, serait que la banque centrale maintienne les taux en suspens, à moins que la situation mondiale ne se détériore davantage, créant les conditions d'une baisse plutôt que d'une hausse. Deux principaux facteurs plaident en faveur d'un maintien « en pause ». Le premier, de nature nationale, est l'incertitude entourant la fin de la période de transition. En effet, les accords commerciaux nécessitent habituellement des années de débats avant d'être ratifiés. Le second, de nature plus globale, est lié au profond changement des politiques monétaires durant les derniers trimestres, celles-ci ayant désormais clairement opté pour un assouplissement synchronisé.

Banque d'Angleterre - Déclarations et commentaires récents sur la politique

Date	Intervenant	Principale(s) citation(s)	Tribune
18 octobre	Mark Carney, gouverneur	« S'il est adopté (l'accord sur le Brexit), il dissipera une grande partie de l'incertitude et nous devrions assister à un rebond de l'investissement »	Interview pour Bloomberg TV
16 octobre	Mark Carney, gouverneur	« Nous ne considérons pas que les taux d'intérêt négatifs fassent partie de la boîte à outils de la Banque d'Angleterre. »	Discours à Harvard
15 octobre	Gertjan Vlieghe, membre du Comité de politique monétaire	« Un accord sur le Brexit à court terme qui réduirait l'incertitude et laisserait suffisamment de temps aux entreprises pour se préparer aux changements à venir des relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE pourrait stimuler suffisamment l'investissement de sorte à éviter la nécessité d'une politique monétaire plus souple et remettre à l'ordre du jour d'éventuelles hausses de taux progressives et limitées. Un scénario d'incertitude fortement enraciné autour de la question du Brexit est susceptible de maintenir la croissance économique en deçà de son potentiel et de rendre nécessaire une dose de relance monétaire. Enfin, il est plus probable qu'un Brexit sans accord nécessitera un assouplissement monétaire plutôt qu'un resserrement, mais étant donné que l'offre, la demande et le taux de change sont susceptibles de connaître des baisses importantes, l'orientation des taux d'intérêt n'est pas automatique. »	Discours à Londres
14 octobre	Jon Cunliffe, gouverneur adjoint	« Des taux faibles sur la durée rendent la gestion de la demande de l'économie plus difficile en période de ralentissement, ce qui réduit la marge d'assouplissement monétaire à l'aide d'outils conventionnels. »	Discours à Londres
13 octobre	David Ramsden, gouverneur adjoint	« Je vois moins d'arguments en faveur d'une position monétaire plus accommodante. »	Interview pour le Daily Telegraph
27 septembre	Michael Saunders, membre du Comité de politique monétaire	« Si le Royaume-Uni évite un Brexit sans accord, la politique monétaire pourrait évoluer dans les deux sens et je pense qu'il est tout à fait plausible que le prochain mouvement des taux se fasse à la baisse plutôt qu'à la hausse. »	Discours à Barnsley

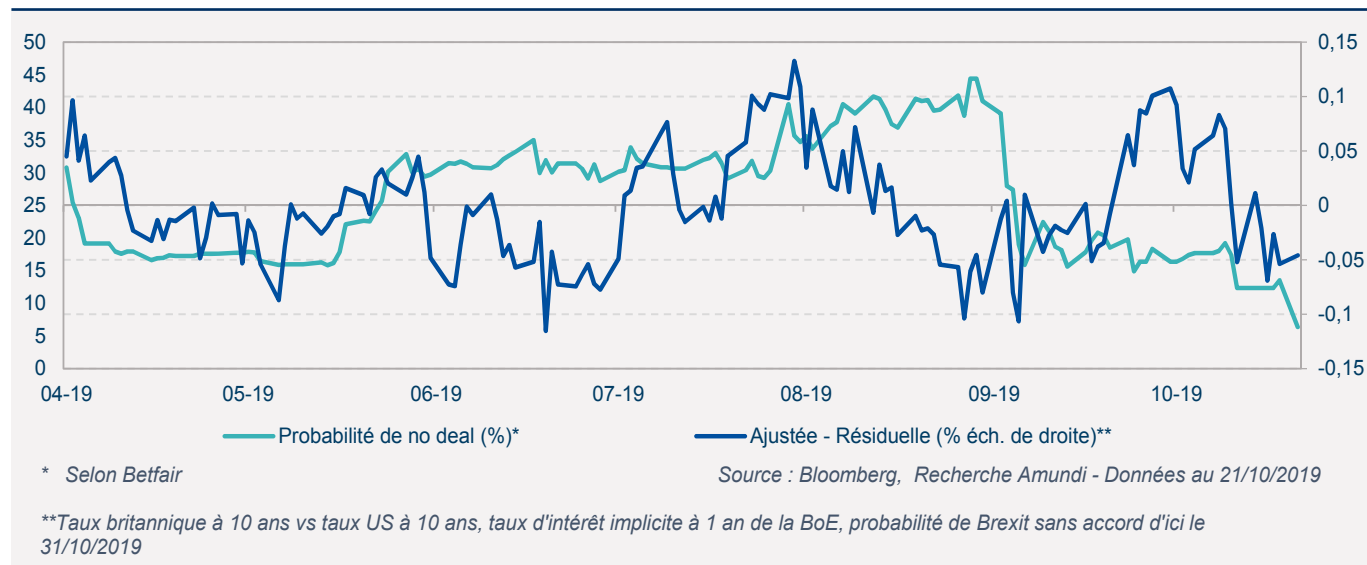
Taux britanniques

Dans le sillage de l'évolution encourageante des négociations sur le Brexit et, dans une certaine mesure, d'une tendance mondiale plus large sur les marchés obligataires, les taux nominaux britanniques ont rapidement augmenté au cours des deuxième et troisième semaines d'octobre. Les taux à 10 ans ont augmenté par rapport aux creux du début d'octobre, passant d'environ 40 pb à une fourchette située entre 65 et 75 pb au moment de la rédaction du présent rapport. La chute du scénario de Brexit sans accord à des niveaux de probabilité très faibles, voire marginaux, a sans aucun doute joué un rôle important dans cette évolution. La probabilité implicite des marchés d'un assouplissement de l'orientation de la BoE s'est rapidement modifiée, ceux-ci adoptant une

attitude plus neutre, alors qu'ils intégraient plus d'une baisse de 25 pb au plus fort de l'incertitude au lendemain des dernières évolutions.

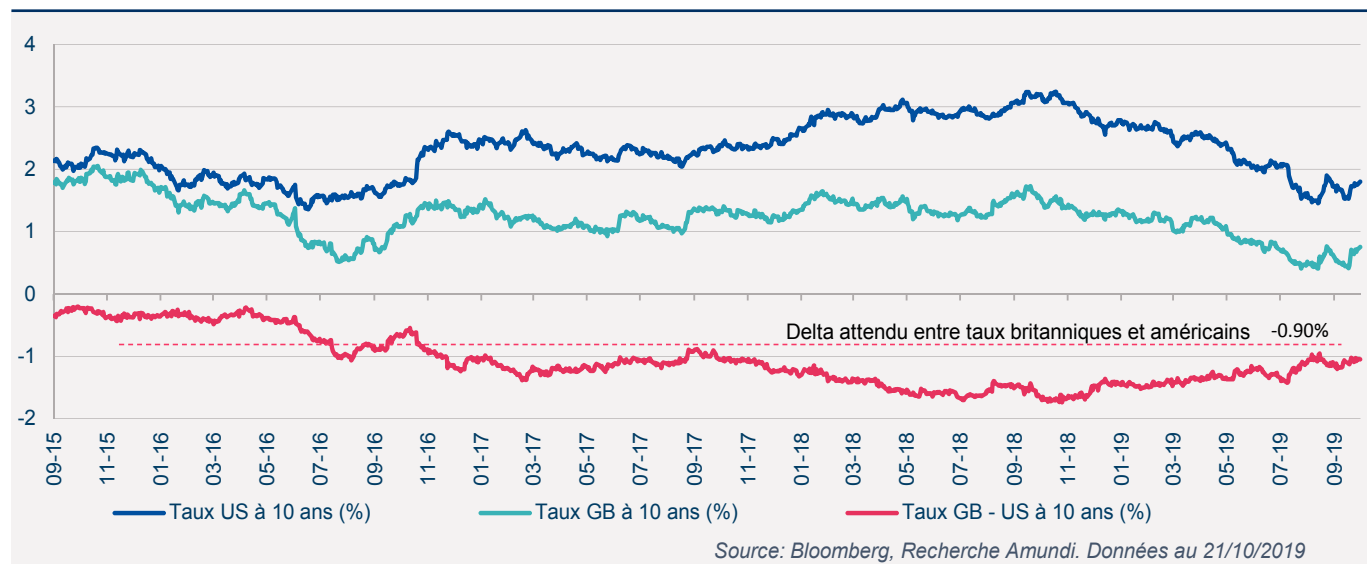
Compte tenu des perspectives de la politique monétaire mondiale et des incertitudes politiques qui persistent à court terme, nous nous attendons à ce que le taux britannique à 10 ans n'ait qu'une faible marge pour poursuivre sa progression. Compte tenu du résultat des régressions effectuées sur les Gilts en utilisant les bons du Trésor américain, des attentes des marchés à l'égard de la politique monétaire de la BoE et de la probabilité d'un *no deal*, le taux britannique à 10 ans semble être convenablement évalué. Il existe un certain potentiel de dépassement à la hausse, principalement en raison de facteurs techniques, dans le cas de la conclusion anticipée d'un accord de sortie, mais un tel mouvement pourrait se révéler temporaire. En résumé, nous estimons que les niveaux de rendement actuels du marché tiennent déjà compte de l'essentiel des évolutions récentes des scénarios de Brexit, par conséquent nous voyons le taux britannique à 2 ans entre 0,30 et 0,50 et le 10 ans entre 0,60 et 0,80 dans 12 mois.

2/ Taux britanniques à 10 ans ajustés vs probabilité de no deal



Dans l'état actuel des choses, la probabilité d'un Brexit sans accord est très faible, mais ne peut être totalement exclue. Dans cette dernière éventualité, nous assisterions à une chute des taux de la BoE, qui pourrait aller jusqu'à baisser ses taux d'intérêt jusqu'à 0 % (contre 0,75 % actuellement). Les taux nominaux se redresseraient, en raison de la recherche d'actifs refuges par les investisseurs. La baisse des rendements à 10 ans au Royaume-Uni serait toutefois conditionnée par l'ampleur des mesures budgétaires qui devraient être prises afin de limiter les dommages à l'économie. Dans un scénario de *no deal* nous verrions le taux britannique à 2 ans entre 0 et 0,20 et le 10 ans entre 0,10 et 0,30 à 12 mois.

3/ Taux US vs GB à 10 ans



Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

**Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :****research-center.amundi.com**

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msibarra.com).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : iStock/Getty Images Plus - Pliene

Directeur de la publication**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe**Rédacteur en chef****ITHURBIDE Philippe**, Directeur de la Recherche**Rédacteurs en chef adjoints****BOROWSKI Didier**, Responsable de la Recherche Macroéconomique**DEFEND Monica**, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche**Conception et support****BERGER Pia**, équipe de Recherche**PONCET Benoit**, équipe de Recherche