

# Le Brexit dans l'incertitude à l'approche du vote parlementaire



**Didier Borowski**  
Directeur de la Recherche  
macroéconomique



**Laurent Crosnier**  
Directeur des Gestions  
Taux - Monde



**Chris Morris**  
Gérant de portefeuille  
senior - Obligations



**Tristan Perrier**  
Économiste senior

« **La probabilité que le Royaume-Uni reste dans l'UE au-delà de mars 2019 a légèrement augmenté au vu des derniers développements concernant le Brexit** ».

- **Éléments nouveaux et scénarios à venir** : L'actualité concernant le Brexit a été assez chargée depuis l'accord conclu entre le Royaume-Uni et l'UE le 25 novembre 2018. Selon nous, ceci augmente légèrement la probabilité que le Royaume-Uni reste dans l'UE après mars 2019, prolongeant ainsi l'incertitude sur la manière dont le Brexit se déroulera (ou même s'il aura lieu). Néanmoins, notre scénario le plus probable reste qu'un accord sur le Brexit sera trouvé avant l'échéance (probabilité de 60 %). Il est à noter que cette probabilité inclut des accords autres que le récent accord entre le Royaume-Uni et l'UE (pour autant qu'ils mènent à une période de transition durant laquelle le Royaume-Uni fera toujours partie du marché unique européen) et anticipe de nombreuses difficultés pour parvenir à un accord, qui n'interviendrait qu'après beaucoup d'incertitude et de crispations.
- **Perspectives d'investissement** : En ce qui concerne les marchés, à l'heure actuelle, ils continuent d'anticiper une sorte de scénario peu clair. Avec la persistance d'incertitudes élevées entourant le dénouement du Brexit, la **livre sterling** restera sans doute sous pression, avec quelques risques baissiers (surtout par rapport au yen japonais), étant donné la probabilité croissante d'absence d'accord. Un pessimisme excessif des marchés, nous conduirait à adopter une vue plus neutre. En ce qui concerne les **marchés obligataires**, notre point de vue sur la **duration** est proche de la neutralité, deux éléments contradictoires étant à l'oeuvre : le niveau excessif des rendements réels à 10 ans (actuellement à -2,15 %) et la révision à la baisse des perspectives de croissance économique conduisant la Banque d'Angleterre à être plus accommodante. Selon nous, la volatilité actuelle du marché crée des opportunités pour les gérants actifs, mais les positions doivent toutes être gérées activement et doivent même pouvoir être inversées si les conditions du Brexit évoluaient de façon plus positive.

## 1. Quels sont les éléments nouveaux en lien avec le Brexit ?

**DB/TP** : L'actualité concernant le Brexit a été assez chargée depuis que le gouvernement britannique a pu conclure un accord avec l'UE le 25 novembre 2018. Les points marquants sont les suivants :

- 4 décembre : dépôt de l'amendement « Grieve », qui augmente l'influence des parlementaires sur le processus de Brexit en cas de rejet de l'accord.
- 10 décembre : décision du gouvernement britannique de reporter la ratification de l'accord par le Parlement britannique, celui-ci étant promis à un rejet à une très large majorité (une nouvelle tentative est prévue pour le 15 janvier 2019).
- 10 décembre : confirmation par la Cour de justice de l'UE que le Royaume-Uni peut unilatéralement révoquer l'article 50.
- 12 décembre : échec d'un vote de défiance organisé par les députés conservateurs contre le Premier ministre, Theresa May.
- Depuis la mi-décembre : diverses annonces concernant les mesures d'urgence en cas de Brexit sans accord.

Selon nous, ces éléments (malgré le dernier point) ont légèrement réduit la probabilité que le Royaume-Uni quitte l'UE dès mars 2019, que ce soit avec ou sans accord (bien que la sortie avec un accord reste le scénario le plus probable), et ont augmenté la probabilité que le Royaume-Uni reste dans l'UE après mars 2019, avec une incertitude persistante sur la manière dont le Brexit se déroulera (ou même s'il aura lieu).

## 2. Quels scénarios anticipez-vous ?

**DB/TP : Nous estimons à 60 % les chances qu'un accord sur le Brexit soit trouvé avant l'échéance.** Ce scénario n'implique pas nécessairement la ratification de l'accord du 25 novembre, mais tout autre accord ratifié à la suite duquel le Royaume-Uni peut quitter l'UE le 29 mars 2019 (approximativement) et entamer une période de transition pendant laquelle il restera dans le marché unique européen, et ce, au moins jusqu'à fin 2020. Il est important de noter que cette probabilité de 60 % inclue de possibles trajectoires heurtées (tactiques alarmistes, craintes d'absence d'accord, crises politiques, nouvelles élections...). L'accord pourrait également être du type Norvège ou Norvège+ (avec union douanière), notamment s'il intervient après de nouvelles élections et qu'il est garanti par un gouvernement britannique issu d'une nouvelle majorité (même si une prolongation à court terme de l'article 50 serait probablement nécessaire). Les facteurs qui réduisent la probabilité qu'un accord soit trouvé incluent l'ampleur du mécontentement à l'égard de l'accord de Theresa May des conservateurs pro-Brexit, du DUP (parti unioniste nord-irlandais) et des partis d'opposition, qui semblent rendre la ratification extrêmement difficile. Cependant, le maintien d'une probabilité supérieure à 50 % repose sur quatre facteurs :

1. la possibilité que Theresa May obtienne quelques concessions mineures de la part de l'UE concernant la clause de sauvegarde sur l'Irlande ;
2. la possibilité qu'elle réussisse à convaincre un nombre suffisant de députés qu'aucune autre option n'existe que l'absence d'accord (aucune nouvelle concession de l'UE et aucune possibilité de déclencher de nouvelles élections) ;
3. la possibilité que l'amendement « Grieve » combiné à la décision de la Cour de justice de l'UE persuade les conservateurs pro-Brexit que le Brexit serait lui-même en danger si l'accord de Theresa May n'était pas ratifié, si le compte à rebours de l'article 50 était arrêté ou si de nouvelles élections étaient déclenchées ;
4. la probabilité résiduelle que de nouvelles élections soient remportées par l'opposition, ce qui pourrait permettre un accord plus souple (c'est-à-dire fondé sur l'adhésion à l'EEE et à l'union douanière).

**« Selon notre scénario de référence, le Royaume-Uni et l'UE parviendront à un accord avant mars 2019, mais la voie qui y mène ne sera pas sans obstacle. »**

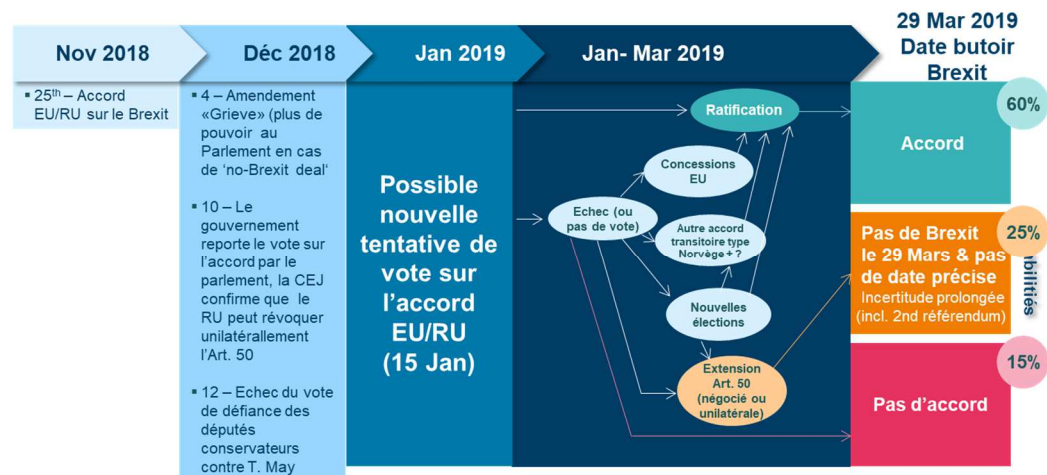
**Nous attribuons une probabilité de 15 % au scénario de divorce sans accord.** Nous faisons référence à une situation dans laquelle le Royaume-Uni quitte l'UE en mars 2019 sans accord temporaire de marché unique (ou seulement à très court terme). Cela ne signifie pas nécessairement que les relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE seront régies uniquement par les règles de l'OMC (ce qui est très peu probable). Nous pensons que des mesures d'atténuation (« accords en cas d'absence d'accord ») peuvent être négociées (bilatéralement et avec l'OMC) dès que le verdict « no-deal de mars 2019 sera certain ». Il est à noter que, même en cas d'absence d'accord, nous pensons que des mesures seront négociées, au moins temporairement, pour éviter la constitution d'une « frontière dure » en Irlande qui rencontrerait une vive opposition. Nous ne pouvons exclure une formule combinant des accords de transition, des accords sectoriels et des accords spécifiques concernant l'Irlande, susceptibles d'atténuer le choc d'un « no-deal » au point même de ressembler à un accord (en dépit du maintien d'un niveau élevé d'incertitude et de difficultés commerciales).

**La probabilité d'une incertitude prolongée est estimée à 25 %.** Cette probabilité couvre divers scénarios selon lesquels le Royaume-Uni resterait dans l'UE bien au-delà de mars 2019 dans les cas de figure suivants (qui ne s'excluent pas mutuellement) :

- accord sur une extension de l'article 50 ;
- révocation unilatérale par le Royaume-Uni de son recours à l'article 50 ;
- nouvelles élections qui ne sont pas immédiatement suivies d'un accord ;
- annonce d'un nouveau référendum.

Différents dénouements seraient alors possibles, y compris de nouvelles négociations (peut-être à la suite d'un changement de gouvernement et/ou d'une confirmation du « Brexit » après un deuxième référendum) ou un « Bremain » (à la suite d'un second référendum). **Nous n'accordons au scénario de « Bremain » qu'une probabilité inférieure à 10% dans les 25 % évoqués ci-dessus.**

## La route du Brexit et les scénarios à venir



Source: Recherche Amundi. Données au 7 Janvier 2019. Les scénarii et probabilités sont celles de la Recherche Amundi et peuvent changer à tout moment.

## 3. Quelle est votre position actuelle sur les taux britanniques et la livre sterling ?

**LC/CM :** Avec la persistance d'incertitudes élevées entourant le dénouement du Brexit, la livre sterling restera sans doute sous pression, avec quelques risques baissiers étant donné la probabilité croissante de l'absence d'accord. **Nous anticipons donc un risque à la baisse pour la livre sterling, en particulier par rapport au yen japonais, pour revenir à une vision plus neutre en cas de pessimisme excessif des marchés.**

Du côté des taux, l'aplatissement de la courbe permet de créer de la valeur, les échéances plus longues offrant de meilleures performances que celles plus courtes.

**Nous sommes proches de la neutralité sur la durée, deux éléments contradictoires étant à l'oeuvre :** le niveau excessif des rendements réels à 10 ans (actuellement à -2,15 %) et la révision à la baisse des perspectives de croissance économique conduisant la Banque d'Angleterre à être plus accommodante. Il s'agit là d'un moyen d'éviter une trop grande corrélation avec le biais court terme sur la livre sterling.

Selon nous, la volatilité actuelle du marché crée des opportunités pour les gérants actifs, mais les positions doivent toutes être gérées activement et doivent même pouvoir être inversées si les conditions du Brexit évoluaient de façon plus positive.

## 4. Quelles réactions du marché prévoyez-vous selon les différents scénarios ?

**LC/CM :** En ce qui concerne les marchés, à l'heure actuelle, ils continuent d'anticiper une sorte de scénario peu clair. Le problème du Royaume-Uni relève moins de la politique que de la coordination. La question est de savoir comment faire en sorte que les députés de Westminster mettent de côté leur démagogie et acceptent une approche, qui pour beaucoup d'entre eux, resterait tout de même la seconde meilleure solution. Certains ne voient pas de mécanisme pour surmonter ce problème de coordination et la conséquence pour eux est un Brexit désordonné au cours duquel la livre sterling baisse fortement et les rendements britanniques chutent de pair avec les cours des sociétés du FTSE 250 les plus exposées au marché domestique. Les marchés semblent cependant réticents à aller jusque-là.

Le 21 janvier constitue un tournant majeur, date à laquelle le gouvernement a prévu de faire une déclaration concernant ses intentions. À cette date, la menace d'une démission du Premier ministre et du déclenchement d'élections générales pourrait amener les députés à de mettre d'accord, mais il s'agirait là d'une stratégie à haut risque compte tenu des sondages annonçant une course électorale au coude à coude. Le recours à un deuxième référendum serait également périlleux pour le gouvernement, car il nécessiterait une prolongation de la période de deux ans prévue à l'article 50 sans forcément offrir de résultat concluant. Mieux vaudrait menacer de révoquer l'article 50. Une telle menace de la part du

« Nous sommes proches de la neutralité sur la durée, compte tenu de deux éléments contradictoires à l'oeuvre. »

« En cas de Brexit désordonné, la livre sterling baisserait fortement et les rendements britanniques chuteraient de pair avec les cours des sociétés du FTSE 250 les plus exposées au marché domestique. »

Premier ministre pourrait amener des députés de tous les partis à coordonner leurs efforts et à voter en faveur de son texte de compromis. Tous auront quelque chose à perdre. Si tel était le cas, les investisseurs reviendraient probablement sur la livre sterling et vendraient leurs obligations d'état britannique ainsi que les titres du FTSE 250 les plus exposés au marché domestique.

Une autre approche de dernière minute pourrait consister à essayer de diviser le texte de l'accord en plusieurs petits accords et de faire ratifier les moins controversés par le Parlement. Il est peu probable que l'UE accepte cette approche, qui contreviendrait au principe selon lequel « rien n'est convenu tant que tout n'est pas convenu ». Cela reste néanmoins une tactique possible qui éviterait certaines des conséquences négatives d'un Brexit sans accord chaotique. Les répercussions sur les marchés sont moins faciles à évaluer.

Les crises éclatent généralement lorsque des événements imprévus surviennent et que les gouvernements ne sont pas suffisamment préparés pour y faire face. Cela ne peut pas être le cas du Brexit, en ligne de mire des dirigeants depuis au moins deux ans. Des erreurs peuvent être faites, mais il ne peut y avoir d'excuses à une mauvaise préparation.

La quasi-unanimité des anglais est d'avis qu'un scénario de Brexit sans accord - c'est-à-dire avec une période de transition de deux à quatre ans sans évolution significative) - serait extrêmement néfaste pour les investisseurs et devrait être évité à tout prix.

Jour après jour, des options qui existaient auparavant deviennent irréalisables : ce facteur à lui seul doit réduire l'incertitude et être positif pour la livre (et négatif pour les gilts).

## 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 sur [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

### Important Information

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management and is as of December 31, 2018.

Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss.

Correlation: The degree of association between two or more variables; in finance, it is the degree to which assets or asset class prices have moved in relation to each other. Correlation is expressed by a correlation coefficient that ranges from -1 (always move in opposite direction) through 0 (absolutely independent) to 1 (always move in the same direction).

The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management, and are subject to change at any time based on market and other conditions and there can be no assurances that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, as securities recommendations, or as an indication of trading on behalf of any Amundi Asset Management product. There is no guarantee that market forecasts discussed will be realised or that these trends will continue. These views are subject to change at any time based on market and other conditions and there can be no assurances that countries, markets or sectors will perform as expected. Investments involve certain risks, including political and currency risks. Investment return and principal value may go down as well as up and could result in the loss of all capital invested.

This material does not constitute an offer to buy or a solicitation to sell any units of any investment fund or any services.

Date of First Use: 8 January 2019.

---

### Directeurs de la publication

**Pascal BLANQUÉ**

*Directeur des investissements*

**Vincent MORTIER**

*Directeur adjoint des*

---