

## Brexit : prolongation probable, mais résultat final incertain



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



**Kasper ELMGREEN**  
Responsible Actions



**Tristan PERRIER**  
Economiste senior

- **Dernières évolutions et prochaines étapes** : au début du mois, le Parlement britannique a adopté une motion exigeant du Premier ministre (PM) Boris Johnson de demander d'ici le 19 octobre une prolongation du délai de mise en œuvre du Brexit et a rejeté la demande du PM de tenir des élections avant le 31 octobre (date butoir actuelle pour le Brexit). Cette semaine, la Cour suprême du Royaume-Uni a jugé « illégale » la recommandation à la Reine de Boris Johnson de suspendre le Parlement. Ces évolutions renforcent notre opinion selon laquelle une nouvelle prolongation du délai de mise en œuvre du Brexit est le scénario le plus probable. Dans un tel scénario, nous nous attendons également à ce que des élections anticipées soient organisées. Selon les sondages actuels, les conservateurs pourraient remporter une majorité absolue, ce qui signifie que le risque de sortie sans accord resterait important après la prolongation (bien que notre scénario central prévoie une prolongation suivie d'un accord).
- **Position de l'UE** : si l'Union européenne (UE) entend éviter une sortie désordonnée et les coûts économiques qui en découlent, elle est avant tout préoccupée par l'intégrité du marché unique, le risque d'aléa moral en cas de concessions excessives faites à un pays quittant le bloc et la nécessité de soutenir un de ses membres (Irlande). Ainsi, même dans le cas d'un Brexit ordonné, un des risques importants à plus long terme pour l'UE est que le Brexit encourage une « offre politique de sortie » dans d'autres pays de l'UE. Ce risque pourrait d'ailleurs être exacerbé si les performances économiques du Royaume-Uni, après le choc initial, ne s'avéraient pas aussi mauvaises qu'anticipées. En revanche, côté positif, le départ du Royaume-Uni pourrait permettre une facilitation des prises de décisions à l'avenir, notamment en ce qui concerne les nouveaux projets visant à approfondir et à renforcer l'architecture européenne.
- **Scénarios possibles après le 31 octobre et conséquences en matière d'investissement** : le niveau d'incertitude quant à l'issue du Brexit sera très élevé d'ici 2020, avec différentes retombées en matière d'investissement selon les classes d'actifs.
- **GBP** : l'actif le plus sensible à l'actualité du Brexit est la livre sterling. En cas d'accord de sortie, une reprise à hauteur de 1,35/1,40 par rapport au dollar est possible, tandis qu'en l'absence d'accord, la livre pourrait tomber à 1,10/1,20 face à celui-ci.
- **Marché des taux** : les Gilts progressent au même rythme que les obligations d'État des autres marchés développés. En ce qui concerne le Royaume-Uni, la probabilité de dépenses publiques en hausse constitue certainement une menace par rapport au faible niveau actuel des taux à 10 ans (tous les partis ont abandonné les politiques d'austérité). Ainsi, les principaux leviers dont disposent les investisseurs obligataires pour tirer avantageusement parti du thème du Brexit sont de jouer la pentification de la courbe des taux et de se montrer agiles en matière d'exposition aux devises (prudence sur le GBP, tout en s'adaptant rapidement aux évolutions politiques).
- **Actions** : nous sommes prudents sur le Royaume-Uni, car nous voyons actuellement de meilleures opportunités ailleurs en Europe d'un point de vue « bottom-up » tandis que le marché a été fortement affecté par l'incertitude liée à l'issue du Brexit. Cependant, beaucoup d'éléments ont déjà été intégrés dans les cours des actions de sorte qu'une correction des marchés en cas de Brexit sans accord pourrait n'être que de courte durée et d'ampleur limitée. Étant donné qu'environ un quart seulement du chiffre d'affaires des entreprises du FTSE 100 est d'origine intérieure, une baisse de la devise serait, dans l'ensemble, positive pour les entreprises composant l'indice. C'est pourquoi, malgré notre approche d'ensemble prudente, nous sommes récemment devenus plus constructifs sur ce marché, les opportunités sélectives dans le secteur intérieur paraissant très attrayantes d'un point de vue de risque/rendement.

**« Le Premier ministre, Boris Johnson, a été affaibli par la décision de la Cour suprême. »**

### Brexit : actualités récentes et prochaines étapes

Au début du mois, le Parlement britannique a adopté une motion exigeant du PM de demander, d'ici le 19 octobre, une prolongation du délai de mise en œuvre du Brexit. À cette occasion Boris Johnson a perdu sa majorité avec le départ de plusieurs conservateurs modérés. Le Parlement a également refusé la demande de Boris Johnson de déclencher des élections anticipées avant le 31 octobre (date limite actuelle de mise en œuvre du Brexit). Boris Johnson continue néanmoins de clamer : 1) qu'il ne demandera pas de prorogation, en dépit des injonctions du Parlement, et que, quoi qu'il arrive, il fera sortir le Royaume-Uni de l'UE d'ici le 31 octobre et ce, sans accord le cas échéant et 2) qu'il a fait d'importants progrès dans ses discussions avec l'UE afin d'obtenir un accord. L'UE n'a toutefois pas confirmé qu'un accord était proche. De plus, le 24 septembre, la Cour suprême du Royaume-Uni a jugé « illégale » la recommandation à la Reine, par Boris Johnson, de suspendre le Parlement. La position du PM est désormais affaiblie, tout comme son pouvoir de négociation avec l'UE.

### Quels sont les possibles scénarios de Brexit ?

**En ce qui concerne le 31 octobre, date limite officielle pour la mise en œuvre du Brexit :**

- **le scénario le plus vraisemblable (probabilité de 80 %) est que la date butoir pour le Brexit sera repoussée**, probablement jusqu'au premier trimestre 2020, conformément aux instructions du Parlement. Il s'ensuivrait probablement une élection anticipée (qui n'est toutefois pas inéluctable), car le gouvernement de Boris Johnson ne dispose plus d'une majorité parlementaire. Or, les fortes tensions politiques autour du Brexit nécessitent un gouvernement disposant d'un mandat populaire clair. Il s'ensuit que Boris Johnson devra accepter de demander une prolongation, démissionner ou faire l'objet d'une destitution (au vu de la récente décision de la Cour suprême, une destitution ou une démission semblent plus probables).
- **Une sortie sans accord le 31 octobre nous paraît peu probable (probabilité de 10 %).** Il faudrait pour cela que Boris Johnson trouve une faille constitutionnelle lui permettant d'éviter de se conformer aux injonctions du Parlement (ce qui pourrait causer sa destitution par le biais d'un vote de défiance) jusqu'à ce qu'un Brexit sans accord ait lieu, celui-ci étant l'issue légale par défaut. En théorie, l'UE pourrait également refuser une prolongation (l'unanimité des États membres est requise), mais un tel refus nous semble très peu probable tant que la demande de prolongation du Royaume-Uni est justifiée par la nécessité d'organiser de nouvelles élections (ou un référendum).
- **Une sortie sans accord le 31 octobre est également peu probable (probabilité de 10 %).** L'UE devra également tenir compte de l'aléa moral (lié au fait d'accorder des concessions à Boris Johnson après les déclarations de l'UE insistant que l'accord conclu avec le PM précédent, Theresa May, ne serait pas ouvert à une renégociation, qui plus est avec Boris Johnson qui est considéré comme un leader populiste). Par ailleurs, Boris Johnson ne dispose pas de la majorité nécessaire pour faire passer éventuel accord. **Il est à noter, cependant, que les choses pourraient évoluer très rapidement** si, contre toute attente, Boris Johnson acceptait de supprimer certaines des « lignes rouges » imposées précédemment par les Britanniques (notamment accepter que l'Irlande du Nord puisse avoir un régime différent de celui du reste du Royaume-Uni en termes de droits de douane et/ou de réglementation des produits et services si aucune autre solution n'est trouvée pour éviter une frontière « dure » en Irlande), ou si Boris Johnson démissionne ou est démis de ses fonctions, mais même dans ce dernier cas la probabilité de ratifier un accord avant le 31 octobre semble faible.

**« Le scénario le plus vraisemblable est que la date butoir pour la mise en œuvre du Brexit (31 octobre) soit repoussée. »**

## Scénarios possibles au 31/10, probabilités et calendrier

Ratification de l'accord	Nouvelle extension	Brexit sans accord
10%	80%	10%



24 sept. : décision de la Cour suprême  
 17-18 oct. : conseil de l'UE  
 19 oct. : le PM britannique contraint de demander une prolongation  
 31 oct. : date butoir pour la mise en œuvre de l'article 50

Source : Amundi. Données au mercredi 25 septembre 2019.

« En cas de report de la date de sortie, la tenue d'élections anticipées semble très probable... »

### Quelles évolutions anticipez-vous après la probable prolongation ?

En cas de report de la date de sortie, **la tenue d'élections anticipées est très probable** (un nouveau référendum est même possible sans élections anticipées, mais la probabilité d'un tel scénario est moindre). Les résultats d'une élection sont très difficiles à prévoir, en raison : 1) du système électoral uninominal majoritaire à un tour en vigueur au Royaume-Uni et 2) de l'évolution rapide de la dynamique politique. Les sondages actuels annoncent que les conservateurs pourraient obtenir une majorité absolue. Cette issue pourrait toutefois se voir affaiblie par le départ des modérés et d'autant plus s'il y a une tentative d'alliance avec le Parti du Brexit (« Brexit Party » considéré d'extrême droite). De leur côté, les partis d'opposition auront du mal à faire campagne sur un programme commun, si ce n'est sur la question d'un second référendum, qui elle-même n'est pas appréciée par de nombreux électeurs travaillistes pro-Brexit. Par ailleurs, en raison de son positionnement très à gauche, le chef de file du Labour, Jeremy Corbyn, est un personnage autour duquel les électeurs des partis d'opposition peinent à se rassembler.

- **Tout bien considéré, un Brexit sans accord de sortie est possible d'ici le premier trimestre 2020 (probabilité de 35% après le report de la date de sortie).** Pour ce faire, il faudrait probablement : 1) une victoire des conservateurs lors d'élections anticipées et 2) un refus de faire des concessions significatives tant de la part d'un nouveau gouvernement conservateur que de la part de l'UE.
- **Une sortie avec accord reste l'option la plus probable (probabilité de 55%).** Une telle issue serait possible en cas de victoire électorale de l'opposition (avec un accord de retrait similaire à celui proposé par le PM précédent, Teresa May, mais avec l'intention de négocier une relation plus étroite pendant la période de transition, ou une remise à plat des négociations en vue de parvenir à un accord « plus souple »). Un accord de sortie est également envisageable en cas de victoire électorale des conservateurs si le nouveau gouvernement et l'UE s'accordent mutuellement quelques concessions.
- **Il existe une possibilité résiduelle que le Royaume-Uni reste dans l'UE (probabilité de 10%).** Cela nécessiterait probablement un référendum (bien plus probable en cas de victoire de l'opposition lors d'élections anticipées) et que les électeurs britanniques choisissent l'option de rester (ce qui n'est pas acquis).

« ...avec une issue hautement incertaine en matière de Brexit. »

**« En cas d'absence d'accord, le choc sur le PIB représenterait au moins 1% pour le Royaume-Uni et 0,2% pour l'UE. Des politiques monétaires et budgétaires devront être adoptées pour en atténuer les effets. »**

**« L'UE souhaite éviter que d'autres pays ne soient tentés par une sortie, mais, en fin de compte, un Brexit ordonné pourrait faciliter la construction d'une architecture européenne plus robuste ».**

### Quelles sont, selon les différents scénarios, les principales retombées macroéconomiques ?

Nos prévisions macroéconomiques actuelles (croissance du PIB réel du Royaume-Uni de 1,2% en 2019 et de 1,1% en 2020) reposent sur l'**hypothèse d'une prolongation, suivie d'un accord**. Il est à noter que si une victoire du Parti travailliste de Jeremy Corbyn lors d'élections anticipées pourrait réduire la probabilité d'un Brexit sans accord, une telle éventualité pourrait nuire à la croissance économique du Royaume-Uni du fait de la mise en œuvre de son programme de « gauche dure » (il est toutefois peu probable que le Parti travailliste puisse obtenir une majorité absolue).

**Un Brexit sans accord** (que ce soit le 31 octobre ou plus tard) nous conduirait à réduire très significativement nos prévisions pour 2020 au Royaume-Uni ainsi que pour la zone euro. L'ampleur d'un tel choc dépendra toutefois de la possibilité de mettre en place des mesures d'atténuation rapidement. Quoi qu'il en soit, à ce stade, notre estimation est que le **choc sur le PIB représenterait au moins 1 point de pourcentage (pp) pour le Royaume-Uni et 0,2 pp pour l'UE**. Ce sont là des minimums et nous notons, par exemple, que l'OCDE a récemment pronostiqué un choc plus important en cas de sortie sans accord. La mise en place de mesures de relance budgétaire serait nécessaire pour en atténuer l'impact au Royaume-Uni et des mesures budgétaires pourraient également être décidées en zone euro. Soulignons également que l'on ne sait pas exactement quelles seraient les conséquences pour la frontière irlandaise et qu'une résolution pourrait s'avérer très difficile pour l'UE. En ce qui concerne le Royaume-Uni, le Brexit pourrait avoir des conséquences politiques d'une portée considérable (y compris de nouvelles vellétés d'indépendance de l'Écosse). La visibilité est toutefois insuffisante à ce stade pour qualifier ces risques.

À l'inverse, une « **surprise à la hausse** » (telle que la conclusion d'un accord avant le 31 octobre ou le choix du Royaume-Uni de rester dans l'UE) **nous conduirait, au moins marginalement, à réviser nos prévisions de PIB à la hausse**.

### Quels seront les effets à plus long terme du Brexit sur l'Union européenne ?

Au-delà des difficultés économiques à court terme, de la croissance potentielle légèrement réduite (en raison de la contraction des échanges commerciaux avec le partenaire important qu'est le Royaume-Uni) et de la nécessité de compenser la contribution du Royaume-Uni au budget de l'UE, le principal risque pour l'UE est probablement que le **Brexit encourage une « offre politique de sortie » dans d'autres pays de l'UE. Ce risque pourrait d'ailleurs être exacerbé si les performances économiques du Royaume-Uni, après le choc initial, ne s'avéraient pas aussi mauvaises qu'anticipées**. Si les vellétés de sortie de l'UE semblent être plus faibles aujourd'hui (qu'il y a quelques années) dans les autres pays membres, la situation pourrait changer en cas de crise économique ou politique. Ce risque est notamment présent dans les États membres du sud de l'UE, mais aussi dans les pays du nord, où les partis politiques appelant à quitter l'Union pourraient essayer d'avancer l'idée d'une relation plus étroite avec le Royaume-Uni. Une surperformance économique du Royaume-Uni par rapport à la zone euro ne fait pas partie de notre scénario central (**nous pensons que le Brexit aura des conséquences économiques très néfastes pour le Royaume-Uni, et ce, pendant longtemps**), mais cela dépend évidemment aussi des décisions futures de politique économique tant au Royaume-Uni que dans l'UE.

Quoi qu'il en soit, le Brexit crée un précédent qui, en lui-même, nuit au concept de permanence de l'architecture européenne. En termes de politiques économiques, il se peut que le départ du Royaume-Uni affaiblisse le camp qui prône une concurrence plus libre sur les marchés des biens et des services et une plus grande flexibilité du marché du travail. En revanche, **côté positif**, le départ du Royaume-Uni pourrait permettre une facilitation des prises de décisions à l'avenir, notamment en ce qui concerne les nouveaux projets visant à approfondir et à renforcer l'architecture européenne. Cela pourrait même être vrai pour certains projets à l'échelle de la zone euro uniquement (et pas seulement à l'échelle de l'UE), car la résistance britannique s'est parfois fait sentir même dans de tels cas.



## CONSÉQUENCES EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Comme évoqué dans les sections précédentes, la prolongation du délai prévu pour le Brexit (31 octobre) est le scénario le plus probable. Le niveau d'incertitude quant à l'issue du Brexit sera, en tous cas, très élevé d'ici 2020, avec différentes retombées en matière d'investissements selon les classes d'actifs.

### Au-delà de la date limite du 31 octobre, scénarios de Brexit et conséquences en matière d'investissement

Scénario	Brexit avec accord	Le Royaume-Uni reste dans l'UE	Brexit sans accord
Probabilité d'occurrence	55%	10%	35%
GBP/USD (fourchette)	1,35 – 1,40	1,28 – 1,33	1,10 – 1,20
Actions	Hausse - Surperformance, les valeurs cycliques et celles orientées vers le marché domestique surperformeraient	Hausse - Surperformance	Réaction négative du marché dans l'ensemble. Une devise plus faible pourrait favoriser quelque peu le FTSE 100. Les valeurs défensives/exportatrices surperformeront probablement les valeurs cycliques/orientées vers le marché domestique
Gilts à 10 ans	La BoE maintient ses taux en pause, faible évolution des rendements dans le sillage des tendances mondiales	La BoE pourrait hausser ses taux, menant à un éventuel rebond des rendements obligataires	La BoE se verrait contrainte de baisser les taux, mais la faiblesse de la monnaie le lui interdirait. Hausse des rendements obligataires et possible dégradation de la note souveraine.

Source : Amundi. Données au mercredi 25 septembre 2019.

## OBLIGATIONS ET DEVICES

### De quels éléments les marchés obligataires tiennent-ils compte à l'heure actuelle pour les taux britanniques ? Quelles pourraient être les réactions en matière de taux selon les différents scénarios de Brexit ?

Les marchés obligataires ont récemment commencé à intégrer dans les cours une possible baisse des taux de la Banque d'Angleterre (BoE). La probabilité d'une baisse de 25 pb d'ici la mi-2020 est d'environ 50%. Concrètement, les anticipations des taux du marché sont fonction de plusieurs issues possibles, à savoir : **un Brexit avec accord** qui s'accompagnerait d'une période de transition et d'une probable suspension des taux, **un Brexit sans accord** avec un retour immédiat aux termes d'échange de l'Organisation mondiale du commerce, s'accompagnant de perturbations considérables et nécessitant probablement des baisses de taux pour amortir l'impact sur la croissance et enfin, avec une probabilité plus faible le **maintien du Royaume-Uni dans l'UE**, ce qui donnerait lieu à des hausses des taux. Un des facteurs clés sera de savoir si la BoE sera en mesure d'anticiper l'impact d'une dépréciation de la livre

« L'action de la BoE sera étroitement corrélée aux scénarios de Brexit ».

sterling qui pousserait l'inflation plus haut dans l'un des scénarios baissiers. Il est également possible que des **contraintes soudaines sur l'offre fassent grimper les prix, rendant la tâche de la BoE plus ardue**. Il est également important de garder à l'esprit que le mandat de gouverneur de Mark Carney prend fin en janvier 2020. Sur les différents segments de la courbe, les **Gilts tiennent compte de perspectives de croissance et d'inflation très modestes** tandis que l'indice de référence du Gilt à 10 ans affiche un rendement d'environ 50 pb.

### La livre sterling s'est montrée très sensible à l'actualité du Brexit. De quels éléments la livre sterling tient-elle compte et quelles sont les prévisions selon les scénarios de sortie ?

L'évolution de la livre sterling a été déterminée par les flux d'actualités. Les nouvelles qui suggèrent un Brexit brutal le 31 octobre ou peu après poussent la livre sterling à la baisse par rapport au dollar américain et à la baisse également, mais moins radicalement, face à l'euro. En revanche, les nouvelles qui suggèrent qu'un compromis peut être trouvé voire même que le Brexit pourrait être évité, conduisent à une appréciation rapide de la livre.

La parité GBP/USD qui évolue autour de 1,25 semble suggérer que les marchés anticipent que le pire pourra être évité. Cette position se justifie par l'adoption récente d'une loi par le Parlement qui obligera le gouvernement à demander une prorogation de l'article 50 si, au 19 octobre, un accord de retrait n'était pas encore adopté par le Parlement britannique. De récentes décisions judiciaires écossaises et des discussions autour d'un concept de « backstop n'impliquant que l'Irlande du Nord » ont également permis à certains d'espérer que la catastrophe pourra être évitée. Toutefois, le PM Boris Johnson maintient un discours ferme promettant une sortie de l'UE au 31 octobre, quoi qu'il arrive. La volatilité de la devise restera probablement très élevée et dépendra des flux d'actualités.

### En termes de convictions, de quelle manière convient-il d'aborder le thème du Brexit dans un portefeuille obligataire ?

Tout d'abord, une première certitude est que l'incertitude va persister, ce qui a déjà affecté négativement la croissance au Royaume-Uni. Ainsi, même un Brexit assorti d'un accord de retrait ne ferait qu'ouvrir un nouveau chapitre dans les négociations avec l'UE, tandis qu'un Brexit sans accord serait probablement suivi rapidement par bon nombre de mini-accords sectoriels et de solutions pragmatiques, comme c'est déjà le cas avec le secteur financier. Or, tant que l'incertitude persistera, les investissements directs étrangers et, plus généralement, les investissements des entreprises, seront condamnés à rester atones. En conséquence, la productivité, qui est déjà déprimée depuis le début de la crise, devrait continuer à reculer, ce qui nuira à la croissance tendancielle.

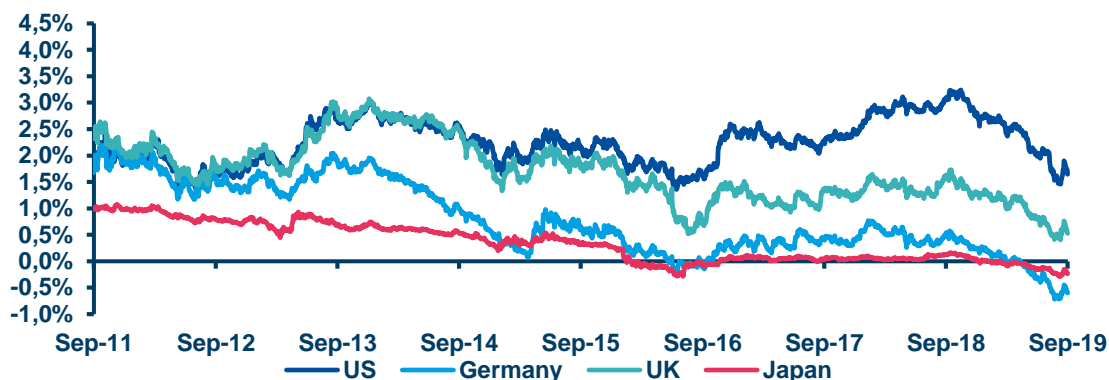
Même si les Gilts sont maintenant avantageusement cotés, il semble logique, au vu de la reprise des marchés obligataires des pays du G7 dans les derniers mois, de les conserver dans un portefeuille de titres obligataires.

La courbe s'est considérablement aplatie et nous prévoyons une certaine normalisation. Pour tirer parti de cette conviction d'une normalisation de la courbe, il convient d'être long sur le segment à deux ans de la courbe et court sur le segment à 10 ans (position de pentification de la courbe de 2 à 10 ans). Qu'est-ce qui pourrait déclencher ce scénario de normalisation ? **La probabilité d'une augmentation des dépenses publiques et donc d'une hausse des émissions de Gilts constitue certainement une menace pour le faible niveau actuel des taux à 10 ans.** Tous les partis politiques semblent avoir abandonné les objectifs d'austérité adoptés par l'équipe de Theresa May. La crainte d'un gouvernement de gauche radicale sous la houlette de Jeremy Corbyn pourrait également conduire à une vente massive de Gilts. Plus généralement, une reprise des rendements à l'échelle mondiale pourrait porter une hausse des rendements des Gilts si, par exemple, les données des marchés développés continuent de s'améliorer d'ici la fin de l'année, et si les États-Unis et la Chine parviennent à progresser vers un accord commercial. À l'extrémité longue de la courbe, les *spreads* des maturités de 10 à 30 ans se sont considérablement resserrés au cours des derniers mois tandis que les courbes de rendement se sont aplaties à l'échelle mondiale. Or, ce phénomène d'aplatissement pourrait se prolonger. **Une exposition aux Gilts à 30 ans nous paraît donc attrayante.**

**« Les principaux leviers dont disposent les investisseurs obligataires pour tirer avantageusement parti du thème du Brexit sont de jouer la pentification de la courbe des taux et de se montrer agiles en matière d'exposition aux devises (prudence sur la GBP, tout en s'adaptant rapidement aux évolutions politiques) ».**

## Rendement des obligations d'État britanniques à 10 ans par rapport aux tendances mondiales

« Nous restons prudents à l'égard de la livre sterling en ce moment. Il est nécessaire d'adapter ses positions avec beaucoup d'agilité aux évolutions politiques ».



Source : Amundi. Données au mardi 24 septembre 2019.

Les Gilts indexés sur l'inflation sont plus difficiles à anticiper. La demande des fonds de pension britanniques les a maintenus en bonne position. La question qui se pose toutefois concerne la réforme de l'indice des prix de détail auquel ils sont indexés. En effet, cette réforme semble avoir été remise de côté pour l'instant, mais elle revient régulièrement sur le devant de la scène parce que le système actuel est à la fois illogique et coûteux pour le gouvernement. Les Gilts indexés sur l'inflation de plus courte échéance sont également susceptibles d'être affectés par l'évolution des taux de change à mesure que les espoirs d'accord de sortie fluctuent. L'inflation est déjà élevée et la livre sterling faible, les réductions de taux de la BoE et les mesures de relance budgétaire sont susceptibles de favoriser son accélération. En revanche, l'adoption d'un accord de retrait et une reprise de la livre sterling accompagnées de l'éloignement des perspectives de baisses des taux de la BoE exerceraient des pressions baissières sur l'inflation.

En ce qui concerne la devise, **malgré notre prudence actuelle sur la livre sterling, il est nécessaire de faire preuve de beaucoup d'agilité pour ajuster ses positions en fonction des évolutions politiques.** Il faut également se rappeler que dans un portefeuille, une position courte sur la livre sterling et une position longue sur les Gilts (surtout s'il s'agit d'obligations indexées sur l'inflation) sont fortement corrélées. Comme nous l'avons suggéré plus haut, il peut être avantageux de se concentrer sur une pentification de la courbe de 2 à 10 ans afin d'améliorer la diversification, puisqu'une telle position est corrélée négativement aux deux autres positions mentionnées ci-dessus (position courte sur la livre et longue sur les Gilts).

## ACTIONS

« *Les mauvaises nouvelles sont, en grande partie, déjà prises en compte dans les cours. Toutefois, les marchés actions britanniques semblent encore bon marché tant en termes absolus que relatifs* ».

**Cette année, les marchés actions britanniques ont sous-performé par rapport à l'ensemble des marchés européens. Pensez-vous que cette tendance soit amenée à se poursuivre et dans quelles conditions ?**

Le marché actions britannique semble être bon marché et évolue à son plus bas niveau depuis plusieurs années, tant par rapport à son propre historique que par rapport aux marchés actions internationaux. Cela est dû en grande partie à l'incertitude liée au Brexit. En effet, trois années se sont écoulées depuis le référendum de 2016 et toutes les options sont encore sur la table avec, en conséquence, un niveau élevé d'incertitude. De fait **les marchés ont déjà intégré une grande partie des mauvaises nouvelles** ainsi la possibilité d'une sous-performance prolongée dépend de l'évolution du Brexit. Le marché britannique (et en particulier le FTSE100) a toujours été plutôt défensif et, compte tenu des sous-performances récentes, **les valorisations apportent du soutien** (les rendements des dividendes s'élèvent à 5 % pour le FTSE100, ce qui est élevé).

**Quelles sont vos principales convictions pour les entreprises britanniques ?**

Les entreprises britanniques sont confrontées à des niveaux élevés d'incertitude qui ne leur accordent qu'une très faible visibilité sur l'avenir. Cette situation a déjà affecté la demande et a entraîné des retards en matière d'investissement et d'autres décisions importantes pour les entreprises. Il n'est pas possible de considérer le marché dans son ensemble, car les circonstances individuelles varient de façon considérable selon les entreprises et les secteurs. D'un point de vue *bottom-up*, nous pensons qu'il est essentiel de ne pas tenter de prévoir l'issue du Brexit et de ne pas se positionner en fonction de telles prévisions. **Nous préférons tester tous les cas d'investissement par rapport aux différentes hypothèses de Brexit** (ainsi que par rapport à d'autres variables extérieures). Cela permet de constituer une allocation aux actions européennes plus résistante. Nous sommes actuellement prudents à l'égard du Royaume-Uni, car nous voyons de meilleures opportunités ailleurs en Europe, d'un point de vue *bottom-up*. Cependant, dans le cadre d'une approche d'ensemble prudente, nous sommes récemment devenus plus constructifs sur ce marché, car les opportunités sélectives dans le secteur intérieur sont très attrayantes d'un point de vue risque/rendement. Un exemple d'idée d'investissement convaincante est celle d'un constructeur britannique spécialisé dans la construction de logements à prix abordables en dehors de Londres. Il s'agit d'une entreprise présentant un bilan et un modèle économique solides. Nous nous penchons également sur certaines valeurs du secteur des loisirs où nous estimons que le rapport risque-rendement est de plus en plus attrayant.

**Quels pourraient être les actions/secteurs du marché britannique les plus affectés par un Brexit sans accord et, au contraire, ceux qui pourraient briller en cas de résultat plus favorable (prolongation ou accord) ?**

En cas de Brexit sans accord, nous prévoyons plusieurs conséquences :

- **Impact 1** : nous nous attendons à ce qu'un **Brexit sans accord affaiblisse la livre sterling**, qui s'est déjà dépréciée. Cela rendrait les importations chères et les exportations moins chères. Étant donné qu'environ un quart seulement du chiffre d'affaires des entreprises du FTSE 100 est d'origine intérieure, une baisse de la devise **serait donc positive en moyenne pour les entreprises du FTSE100, malgré une réaction initiale négative du marché.**
- **Impact 2** : nous nous attendons à ce que la **confiance des consommateurs et des entreprises diminue** considérablement étant donné le manque de visibilité dans un scénario de Brexit sans accord, ce qui pourrait, à court terme, **entraver la croissance économique de manière significative.**

« *Afin de construire une allocation aux actions résistante aux différents scénarios de Brexit, il est important de tester chaque cas d'investissement par rapport aux différentes hypothèses de Brexit* ».



**« Un scénario de Brexit sans accord affaiblirait la livre sterling, ce qui profiterait au marché des actions fortement axées sur les exportations. Cela s'accompagnerait toutefois d'un impact négatif lié à la perte de confiance des consommateurs et des entreprises »**

Ainsi, dans un scénario de **Brexit sans accord**, les entreprises tournées vers le marché intérieur (notamment les valeurs cycliques) devraient être les plus affectées négativement, tandis que les entreprises exportatrices et les titres défensifs en bénéficieraient en termes relatifs. En revanche, **en cas de Brexit avec accord**, nous nous attendons à ce que le regain de certitude qui en découlerait entraîne un renversement permettant aux entreprises cycliques et à celles tournées vers le marché intérieur de surperformer les valeurs défensives.

#### **Au niveau européen, quels sont les titres/secteurs qui pourraient être les plus touchés par un Brexit sans accord ?**

Dans un premier temps, nous pensons qu'un **Brexit sans accord déclencherait une importante correction du marché** du fait de l'introduction d'une nouvelle incertitude de taille quant aux répercussions d'une telle issue sur les entreprises et les consommateurs. Dans ce scénario, **les secteurs « défensifs » classiques, tels que les biens de consommation de base, les télécommunications, l'industrie pharmaceutique et les services aux collectivités devraient se comporter relativement bien, tandis que les secteurs plus « cycliques », tels que les banques, la consommation discrétionnaire et l'industrie, sous-performeraient.** Au fur et à mesure que la situation se tasse, il est probable que nous assistions à une réaction plus fondamentale où les entreprises exposées aux marchés finaux du Royaume-Uni sous-performent par rapport à celles qui ne leur sont pas ou peu exposées. De toute évidence, la taille de l'économie britannique est telle que tout impact négatif sur sa croissance aurait également un impact sur l'économie européenne, l'économie britannique devrait néanmoins être la plus durement touchée.

**Les actions de la zone euro ne seront pas épargnées en cas de Brexit sans accord, mais nous nous attendons à ce qu'elles surperforment dans un tel scénario.** Au contraire, les actions de la zone euro risquent de sous-performer en cas de conclusion d'un accord de retrait. Tout impact fondamental réel à plus long terme dépendra bien sûr des modalités de la solution ou de l'accord qui sera finalement négocié ou de la situation effective en cas de Brexit sans accord.

## 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)

### Définitions

- **Corrélation** : degré d'association entre deux ou plusieurs variables. En finance, il s'agit du degré auquel les prix d'actifs ou de classes d'actifs évoluent les uns par rapport aux autres. La corrélation s'exprime selon un coefficient de corrélation qui varie de -1 (toujours dans la direction opposée) à 0 (indépendance absolue) et à 1 (toujours dans la même direction).
- **Scrutin uninominal majoritaire à un tour** : système électoral selon lequel les électeurs indiquent sur un bulletin de vote le candidat de leur choix. Le candidat qui reçoit le plus de votes gagne.
- **Devises** : désignent les marchés des changes sur lesquels les participants peuvent acheter et vendre des devises.
- **Pentification haussière de la courbe des rendements** : une pentification haussière correspond à un environnement de rendement/taux dans lequel les taux à court terme baissent plus rapidement que les taux à long terme. Cela se traduit par une pentification de la courbe des rendements.
- **Aplatissement de la courbe de rendement** : désigne un environnement dans lequel l'écart (*spread*) entre les rendements/taux des obligations à court terme et long terme de même qualité de crédit se réduit.
- **Normalisation de la courbe de rendement** : correspond à un environnement dans lequel les rendements des instruments de dette à court terme sont inférieurs aux rendements des instruments de dette à long terme de même qualité de crédit.
- **Volatilité** : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice boursier donné. Habituellement, plus la volatilité est élevée, plus le titre ou le marché est risqué.

### Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont datées du mercredi 25 septembre 2019.

La diversification ne garantit pas de générer un bénéfice ou de se protéger contre une perte.

Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et rien ne garantit que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction de la part d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché présentées se réaliseront ou que les tendances décrites se poursuivront. Ces opinions sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Tout investissement implique des risques, y compris politiques et de change. La performance d'investissement et la valeur en principal peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de l'intégralité du capital investi.

Ce document ne constitue pas une offre d'achat ou une sollicitation à la vente à l'égard de toute part d'un fonds d'investissement ou de tout service.

Date de première utilisation : [jeudi 26 septembre 2019](#)

---

### Directeurs de la publication

#### Pascal BLANQUÉ

*Directeur des investissements*

#### Vincent MORTIER

*Directeur adjoint des investissements*

---