

# Les négociations sur le Brexit s'enlisent à l'approche du vote de confiance



**Didier Borowski**  
Responsable de la Recherche



**Laurent Crosnier**  
Responsable Global Fixed Income



**Chris Morris**  
Gérant de portefeuilles senior Global Fixed



**Tristan Perrier**  
Économiste senior

- **Développements et scénarios à venir** : L'accord sur le Brexit conclu entre le Royaume-Uni et l'Union européenne le 25 novembre 2018 a donné lieu à de multiples rebondissements. Selon nous, ce flux d'informations fait ressurgir la probabilité que le Royaume-Uni reste dans l'UE au-delà de mars 2019, prolongeant ainsi l'incertitude quant aux modalités de mise en œuvre du Brexit (la question se pose même de savoir s'il se matérialisera). Néanmoins, notre scénario le plus probable reste qu'**un accord devrait être ratifié d'ici la date butoir (probabilité de 60 %)**. Notons que cette probabilité inclut d'autres accords que celui récemment conclu entre le Royaume-Uni et l'UE (pour autant qu'ils débouchent sur une période de transition au cours de laquelle le Royaume-Uni fera encore partie du Marché unique européen) et un parcours semé d'embûches pour parvenir à une ratification de l'accord qui ne devrait intervenir qu'après des épisodes majeurs d'incertitude et de tension.
- **Investissements** : En ce qui concerne les marchés, les valorisations continuent, à l'heure actuelle, de tenir compte d'un scénario d'enlèvement. Les incertitudes entourant les résultats du Brexit demeurant élevées, la **livre sterling** devrait rester sous pression, certains risques baissiers n'étant pas à écarter (notamment vis-à-vis du yen japonais) étant donné la probabilité croissante d'absence d'accord. Nous reviendrions à une position plus neutre dans une phase de pessimisme excessif des marchés. S'agissant des **titres à revenu fixe**, nous privilégions un positionnement neutre sur la **durée**, compte tenu de deux forces qui s'opposent : la valorisation excessive des rendements réels à 10 ans (désormais à -2.15 %) et la révision à la baisse des perspectives de croissance économique conduisant la Banque d'Angleterre à adopter un ton plus conciliant. Nous pensons que la volatilité actuelle du marché offre des opportunités aux gérants actifs, mais que toutes les positions doivent être gérées de manière active et même inversées en cas de développements plus favorables concernant le traité de retrait de l'Union européenne.

## 1. Quels sont les derniers développements concernant le Brexit ?

**DB/TP** : Les nouvelles concernant le Brexit se succèdent puisque le gouvernement britannique a pu arriver à un accord avec l'UE le 25 novembre 2018. Les développements les plus marquants ont été les suivants :

- 4 décembre : Amendement « Grieve », qui confère plus de pouvoir aux parlementaires sur le processus du Brexit en cas de rejet d'un accord entre le Royaume-Uni et l'UE.
- 10 décembre : Décision du gouvernement britannique de reporter la ratification de l'accord par le Parlement britannique, la vive opposition qu'il suscite chez les députés de tous bords rendant son approbation très improbable (un vote est prévu le 15 janvier 2019).
- 10 décembre : Confirmation par la Cour européenne de justice (CJUE) que le Royaume-Uni peut révoquer unilatéralement l'Article 50.
- 12 décembre : Échec du vote de défiance des députés Tory contre le Premier ministre T. May.
- Depuis mi-décembre : Diverses annonces concernant des mesures d'urgence en cas d'absence d'accord.

Selon nous, ces événements (malgré le dernier point) ont légèrement réduit la probabilité que le Royaume-Uni sorte de l'UE dès mars 2019, avec ou sans accord (même si la sortie avec un accord reste le scénario le plus probable), et ont augmenté la probabilité que le Royaume-Uni reste dans l'UE au-delà de mars 2019, prolongeant ainsi l'incertitude quant aux modalités de mise en œuvre du Brexit (la question se pose même de savoir s'il se matérialisera).

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

## **2. Quels sont d'après vous les scénarios probables ?**

**DB/TP : Selon nous, la probabilité qu'un accord soit trouvé d'ici la date butoir est de 60 %.** Ce scénario n'implique pas nécessairement la ratification de l'accord du 25 novembre, mais de tout autre accord en vertu duquel le Royaume-Uni pourra quitter l'UE aux alentours du 29 mars 2019 et qui prévoit une période de transition au cours de laquelle le Royaume-Uni continuera de faire partie du marché unique européen, au moins jusqu'à fin 2020. Il est important de noter que cette probabilité intègre les anticipations d'un « parcours semé d'embûches » (politiques alarmistes, craintes d'absence d'un accord ou encore crises politiques et nouvelles élections). L'accord pourrait également prendre la forme d'un accord UE-Norvège ou Norvège+ (avec union douanière), notamment s'il intervient après de nouvelles élections et est garanti par une nouvelle majorité gouvernementale britannique (bien qu'une extension à court terme de l'article 50 soit probablement nécessaire). Parmi les facteurs qui réduisent la probabilité d'un accord, citons l'ampleur du mécontentement concernant l'accord de T. May des « brexiters » membres du parti Tory, du Parti Unioniste Démocratique (DUP) et des partis d'opposition, qui semble rendre la ratification extrêmement difficile. À l'inverse, le maintien d'une probabilité supérieure à 50 % repose sur quatre facteurs :

1. la possibilité que le Premier ministre, T. May, puisse gérer diverses concessions mineures de l'UE sur la clause de sauvegarde (« backstop ») concernant l'Irlande ;
2. la possibilité que Mme May arrive à convaincre un nombre suffisant de députés qu'il n'y a pas d'autre option que l'absence d'accord (plus aucune concession de l'UE et pas de possibilité d'organiser de nouvelles élections) ;
3. la possibilité que l'accord Grieve et l'arrêt de la CJCE persuadent les « brexiters » du parti conservateur (Tory) que le Brexit lui-même est menacé si l'accord de T. May n'est pas ratifié et que le compte à rebours de l'Article 50 est interrompu ou que de nouvelles élections sont organisées ;
4. la probabilité résiduelle que l'opposition remporte les nouvelles élections, ce qui pourrait donner lieu à un accord plus conciliant (c'est-à-dire reposant sur l'adhésion à l'EEE et l'union douanière).

**Nous estimons la probabilité d'absence d'accord à 15 %.** Nous faisons référence à une situation dans laquelle le Royaume-Uni sort de l'UE sans accord temporaire concernant le marché unique (ou seulement à très court terme) en mars 2019. Cela ne signifie pas nécessairement que les relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE seront uniquement régies par les règles de l'OMC (ce qui est très improbable). Nous pensons que des mesures d'atténuation (« deals-under-no-deal ») pourront être négociées (bilatéralement et avec l'OMC) une fois qu'il sera plus certain que l'on se dirige vers une absence d'accord en mars 2019. Il est important de noter que même dans le cadre d'un scénario d'absence d'accord, nous pensons que les parties conviendront de mesures, du moins temporairement, pour éviter la construction d'une « frontière dure » en Irlande, à laquelle la majorité des Britanniques est opposée. Nous ne pouvons pas exclure une combinaison d'accords de transition, d'accords sectoriels et d'accords spécifiques concernant l'Irlande, ce qui pourrait atténuer le choc d'une absence d'accord, cette série d'accords pouvant alors s'apparenter à une forme d'accord (bien qu'il subsisterait des tensions plus importantes liées à l'incertitude ainsi que certaines tensions commerciales).

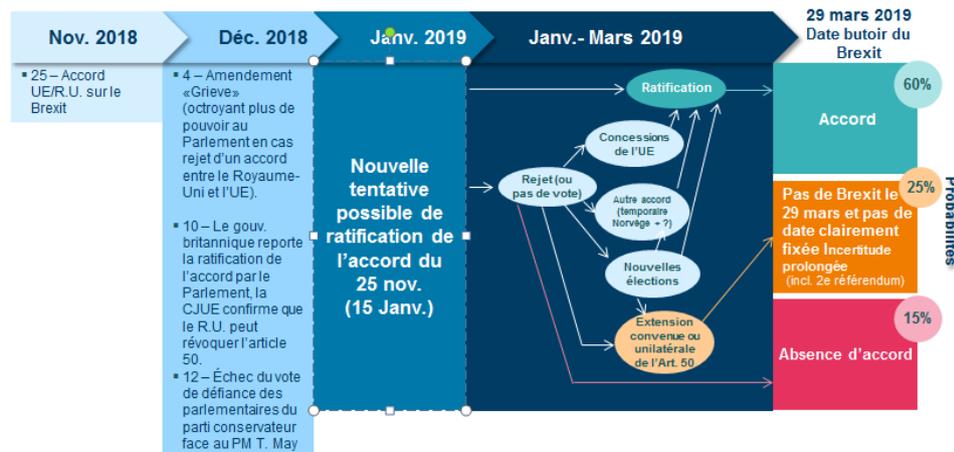
**La probabilité d'incertitude prolongée est estimée à 25 %.** Cette probabilité couvre divers scénarios selon lesquels le Royaume-Uni resterait dans l'UE bien au-delà de mars 2019 en cas de survenance de l'un des événements suivants (qui ne s'excluent pas mutuellement) :

- une extension convenue de l'Article 50 ;
- une abrogation unilatérale par le Royaume-Uni de son invocation de l'Article 50 ;
- de nouvelles élections non immédiatement suivies d'un accord ;
- l'annonce d'un nouveau référendum.

Dans ces cas-là, ces scénarios pourraient donner lieu à différents résultats, notamment une reprise des négociations (éventuellement après un changement de gouvernement et/ou une confirmation du « Brexit » à la suite d'un second référendum) ou un « Bremain » (également après un second référendum). **Nous continuons d'attribuer une probabilité de moins de 10 % au « Bremain » au sein des 25 % susmentionnés.**

**« Notre scénario de base est que le Royaume-Uni et l'UE parviendront à un accord avant mars 2019, mais au terme d'un parcours sinueux. »**

## Les étapes du Brexit et les scénarios à venir



Source : Amundi Research. Données au 7 janvier 2019. Les scénarios et probabilités sont issus des opinions d'Amundi Research et peuvent changer à tout moment.

### 3. Quelle est votre opinion actuelle sur les taux GBP et UK ?

**LC/CM :** Les incertitudes entourant les résultats du Brexit demeurant élevées, la livre sterling devrait rester sous pression, certains risques baissiers n'étant pas à écarter, étant donné la probabilité croissante d'absence d'accord. **Nous tablons donc sur un risque baissier pour la livre sterling, notamment face au yen japonais, et sur un retour à une position plus neutre dans une phase de pessimisme excessif des marchés.**

S'agissant des taux, on peut extraire davantage de valeur de l'aplatissement de la courbe des taux, la partie longue surperformant face aux échéances plus courtes.

**Nous privilégions un positionnement neutre sur la durée, compte tenu de deux forces qui s'opposent :** la valorisation excessive des rendements réels à 10 ans (désormais à -2,15 %) et la révision à la baisse des perspectives de croissance économique conduisant la Banque d'Angleterre à adopter un ton plus conciliant. Cette approche permet d'éviter une trop forte corrélation avec le biais court sur la livre sterling.

Nous pensons que la volatilité actuelle du marché offre des opportunités aux gérants actifs, mais que toutes les positions doivent être gérées de manière active et même inversées en cas de développements plus favorables concernant le traité de retrait de l'Union européenne.

### 4. Quelles seront, selon vous, les réactions du marché face aux différents scénarios possibles ?

**LC/CM :** En ce qui concerne les marchés, les valorisations continuent, à l'heure actuelle, de tenir compte d'un scénario d'enlisement. Le Royaume-Uni fait face à un problème de coordination plutôt qu'à un problème politique : la question est de savoir comment arriver à ce que les députés de Westminster se départissent de leur attitude démagogique et acceptent ce qui, pour beaucoup d'entre eux, constitue un « deuxième choix ». Certains n'entrevoient pas de solution permettant de résoudre ce problème de coordination, et craignent donc un Brexit chaotique dans lequel la livre sterling chuterait fortement, les rendements des gilts diminueraient et les parties exposées au FTSE 250 paieraient un lourd tribut. Mais les marchés semblent réticents à l'idée d'arriver à cette extrémité.

Le véritable tournant pourrait se situer le 21 janvier, jour où le Premier ministre britannique doit informer les élus de ses intentions. La menace de démission de T. May et de déclenchement d'élections législatives à ce moment-là pourrait conduire les députés à, *in fine*, appuyer le gouvernement, mais il s'agirait d'une stratégie à haut risque dans la mesure où les sondages montrent que les camps sont au coude à coude. L'appel à un second référendum serait également périlleux pour le gouvernement, car il nécessiterait une prolongation de la période de l'article 50 de deux ans et les résultats pourraient bien ne pas être concluants. Il serait

« Nous privilégions un positionnement neutre sur la durée, compte tenu de deux forces qui s'opposent ».

« Dans un Brexit chaotique, la livre sterling chuterait fortement, les rendements des gilts diminueraient et les parties exposées au FTSE 250 paieraient un lourd tribut. »

préférable de brandir la menace d'une révocation de l'Article 50 - Menace qui pourrait certainement inciter les députés de tous bords à se coordonner et à voter en faveur du texte de compromis de T. May. Toutes les parties auront de toute manière quelque chose à perdre. Dans ce cas, les investisseurs voudront probablement acheter des livres sterling, vendre les gilts britanniques et les actions axées sur le marché intérieur du FTSE 250.

Une dernière approche pourrait consister à essayer de scinder le texte convenu en un certain nombre de « mini-accords » et de faire adopter les moins litigieux d'entre eux par le parlement. Il est peu probable que l'UE accepte cette approche, car elle serait contraire au principe selon lequel « rien n'est convenu avant que tout soit convenu ». Mais il reste une option possible qui éviterait certaines des conséquences négatives d'un Brexit chaotique sans accord. Les implications pour les marchés sont moins faciles à estimer.

Les crises surviennent généralement lorsque les parties prenantes sont prises par surprise et que les gouvernements ne sont pas prêts à faire face. Cela ne peut pas être le cas du Brexit : cela fait au moins deux ans que les responsables politiques s'y préparent. Certes des faux pas sont possibles, mais il ne saurait y avoir d'excuses à une mauvaise préparation cette fois-ci.

Au Royaume-Uni, il y a quasi-unanimité sur le fait qu'un scénario de Brexit sans accord (– qui signifierait l'abandon d'une période de transition de deux à quatre ans (au cours de laquelle il y aurait peu de changements) – auraient des conséquences très préjudiciables sur les investisseurs et que ce scénario doit être évité à tout prix.

De jour en jour, certaines options jusque-là envisageables sont désormais peu réalistes : ce facteur en lui-même doit réduire l'incertitude et avoir un effet positif sur la livre sterling (et négatif sur les gilts).

**AMUNDI** Investment Insights Unit

Amundi Investment Insights Unit (AIIU) vise à transformer l'expertise du CIO et la connaissance globale de l'investissement d'Amundi, en idées concrètes et outils adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à de multiples sources d'information, notre ambition est de nous imposer comme 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'investissements



Venez découvrir Amundi Investment Insights sur notre site internet [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

**Information importante**

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont valables au 31 décembre 2018.

\*La diversification ne constitue ni une garantie de bénéfices ni une protection contre les pertes.

Corrélation : Le degré d'association entre deux variables ou plus ; en finance, c'est l'intensité de la liaison qu'il existe entre des actifs ou des prix des classes d'actifs. La corrélation est exprimée par un coefficient de corrélation qui va de -1 (évoluent toujours en sens inverse) à 0 (absolument indépendant) à 1 (évoluent toujours dans le même sens).

Les opinions exprimées concernant le marché et les tendances économiques sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction de la situation du marché ou d'autres circonstances. Aucune garantie ne peut être donnée concernant les prévisions de performance des pays, des marchés ou des secteurs évoqués dans ce document. Ces opinions n'ont pas vocation à être considérées comme des conseils d'investissement, des recommandations de titres ou des indications sur la négociation d'un quelconque produit d'investissement d'Amundi Asset Management. Il n'existe aucune garantie quant à la réalisation des prévisions de marché citées ci-dessus ou quant au maintien des tendances évoquées. Ces opinions sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions du marché ou d'autres circonstances et aucune assurance ne peut être donnée concernant les prévisions de performance des pays, des marchés ou des secteurs évoqués dans ce document. Tout investissement comporte des risques, y compris des risques politiques et des risques de change. Le retour sur investissement et la valeur du principal peuvent varier à la hausse comme à la baisse et il est impossible d'exclure une perte totale du capital investi.

Ce document ne constitue en rien une offre d'achat ou de vente de services ni de parts dans un quelconque fonds d'investissement.

Date de première utilisation : 8 janvier 2019.

**Rédacteurs en chef****Pascal BLANQUÉ**

*Directeur des investissements*

**Vincent MORTIER**

*Directeur des investissements*