

Rejet de l'accord sur le Brexit : et maintenant ?



Kasper Elmgreen
Directeur de la gestion actions



Chris Morris
Gérant de portefeuille senior - obligations



Tristan Perrier
Économiste senior

- **Éléments nouveaux et scénarios à venir :** les observateurs s'attendaient à voir le parlement britannique rejeter l'accord sur le Brexit, mais ils ne s'attendaient pas un rejet d'une telle ampleur : les 432 votes contre et 202 votes pour en ont surpris plus d'un. À la lumière de cette défaite plus lourde que prévu, nous avons rehaussé la probabilité d'un Brexit sans accord de 15% à 20%. Cela étant, notre scénario le plus probable repose sur l'hypothèse qu'un accord sur le Brexit sera trouvé avant l'échéance (**probabilité de 50% contre 60% auparavant**). Il convient de préciser que cette probabilité couvre l'éventualité d'un accord applicable immédiatement, moins contraignant que l'accord conclu entre le Royaume-Uni et l'Union européenne en novembre, qui pourrait entrer en vigueur grâce à une légère extension de l'Article 50. Parallèlement, nous avons révisé à la hausse la probabilité d'assister à une période « d'incertitude prolongée » (30% désormais, contre 25% auparavant), qui couvre des scénarios dans le cadre desquels l'incertitude se prolongerait bien au-delà de mars 2019. Surtout, cette probabilité intègre l'éventualité d'un nouveau référendum et l'hypothèse d'une prolongation des négociations (y compris après de nouvelles élections), ce qui se traduirait par une extension durable de l'Article 50 ou de sa révocation unilatérale par le Royaume-Uni.
- **Perspectives d'investissement :** les marchés financiers n'ont pratiquement pas réagi au résultat du vote, largement anticipé. Toutefois, dans la mesure où l'incertitude entourant l'issue potentielle des négociations sur le Brexit reste forte, nous conserverons un positionnement prudent sur la livre sterling et sur les emprunts d'Etat britanniques indexés sur l'inflation (Gilt) jusqu'à ce que la situation s'éclaircisse. Nous continuons à prévoir une correction du marché britannique des actions, notamment des valeurs britanniques, car rien ne laisse entrevoir une sortie en douceur du Royaume-Uni à ce stade. Nous pensons que le marché européen des actions pourrait offrir des opportunités sur certaines valeurs car les corrections survenues récemment ont fait que certains titres nous semblent désormais sous-valorisés. Convaincus que l'incertitude et la volatilité devraient perdurer, nous recommandons aux investisseurs de répartir les risques et d'essayer d'exploiter les opportunités d'arbitrage qui se présenteront sur certains émetteurs de qualité affichant des valorisations attrayantes.

1. Quels sont les principaux enseignements du vote du Parlement britannique sur l'accord sur le Brexit ?

TP : De nombreux observateurs avaient prévu que le Parlement britannique rejetterait l'accord sur le Brexit conclu entre l'Union européenne (UE) et le Royaume-Uni, mais ils n'avaient pas prévu l'ampleur de ce rejet : plus d'un tiers des députés conservateurs ont défié la Première ministre Theresa May avec la quasi-totalité des députés de l'opposition (432 votes contre, 202 votes pour). Au sein de la majorité de Theresa May, les opposants à l'accord ont principalement sanctionné la disposition visant à éviter le rétablissement d'une frontière physique entre l'Irlande du Nord et la République d'Irlande, aussi appelée « Irish backstop ». Les partisans d'un Brexit dans les rangs des conservateurs craignent que cette clause aboutisse à l'absorption durable du Royaume-Uni dans une union douanière avec l'UE, alors que le Parti unioniste démocrate d'Irlande du Nord (BUP) estime qu'elle pourrait créer des différences réglementaires entre l'Irlande du Nord et le reste du Royaume-Uni. Les partis d'opposition, pour leur part, souhaitaient un Brexit plus conciliant (ou pas de Brexit) mais le parti travailliste a voté contre l'accord, en premier lieu dans l'espoir que cela aboutisse à l'organisation d'élections anticipées. Toutefois, le lendemain du vote concernant l'accord sur le Brexit, le parti travailliste a déposé une motion de censure contre le gouvernement, sans réussite (306 votes pour, 325 contre). Dès lors, la perspective d'élections législatives anticipées est peu probable,

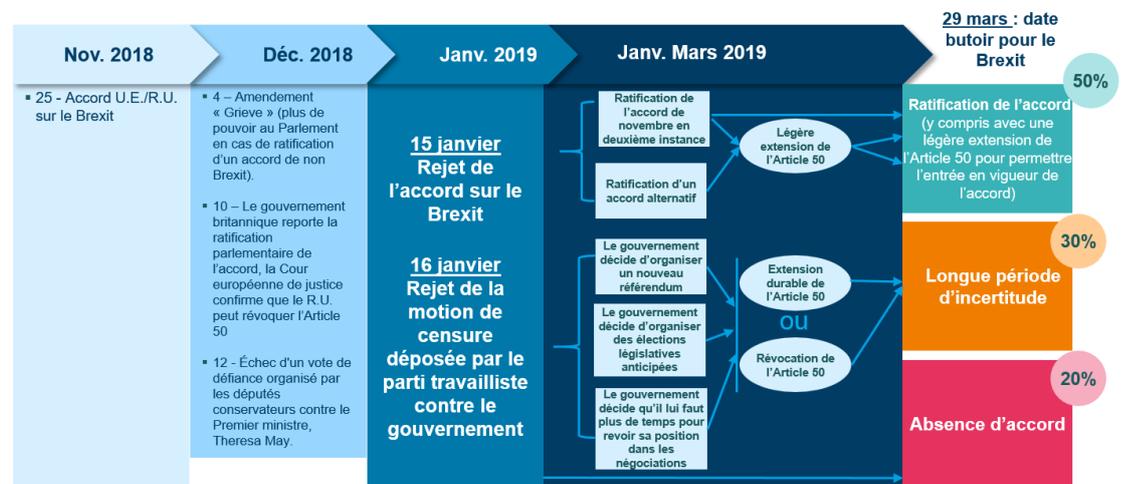
mais pas impossible dans la mesure où d'autres motions de censure pourraient être déposées dans les prochaines semaines.

2. Quelle incidence le résultat du vote a-t-il sur vos scénarios sur le Brexit ?

TP : Du fait de l'ampleur du rejet de l'accord, Theresa May aura plus de mal que prévu à obtenir le soutien d'un nombre suffisant de députés lors d'un second vote ultérieur, quand bien même elle obtiendrait des concessions minimales de l'Union européenne. Partant, la probabilité d'un Brexit sans accord augmente légèrement (20% désormais, contre 15% auparavant), mais ce scénario reste peu probable du fait de l'opposition farouche du parlement à une issue de ce type et de sa capacité à empêcher une telle issue. Parallèlement, la probabilité d'un accord différent (et moins contraignant) a également augmenté, car Theresa May (ou le Parlement britannique de sa propre initiative) étudiera la possibilité d'un accord multipartite sur une solution applicable immédiatement, comme le modèle norvégien qui prévoit l'adhésion à une union douanière. Theresa May aura toutes les peines du monde à obtenir l'aval des partis d'opposition, mais cela n'est pas impossible et si elle y parvient, il est probable que l'UE accepterait l'accord. Maintenant que la probabilité de voir le Parlement ratifier l'accord de novembre a diminué et que celle d'assister à la ratification d'un accord alternatif a augmenté, nous estimons à 50% la probabilité d'un accord d'ici la fin du mois de mars (contre 60% auparavant). Pour autant, il convient de préciser que cela nécessiterait probablement une légère extension de l'Article 50, que l'UE accepterait certainement. La probabilité restante, qui s'élève à 30%, intègre des scénarios dans le cadre desquels l'incertitude perdurerait bien au-delà de mars 2019. Surtout, elle intègre l'éventualité d'un nouveau référendum (15%, contre 10% précédemment), dont l'issue serait très incertaine. Au sein de cette probabilité de 30% d'assister à une « période d'incertitude durable », il existe deux autres scénarios. Le premier est une prolongation des négociations (y compris après l'organisation de nouvelles élections) qui impliquerait une extension de l'Article 50 au-delà du premier semestre 2019. Le second, moins probable, serait la révocation unilatérale de l'Article 50 par le Royaume-Uni.

« Le résultat du vote a renforcé la probabilité d'un accord alternatif ».

La route du Brexit et les scénarios à venir



Source : Amundi Research. Données au 16 janvier 2019. Les scénarios et les probabilités figurant aux présentes reflètent les opinions d'Amundi Research et peuvent évoluer.

« Nous avons révisé à la hausse la probabilité d'une absence d'accord ».

3. Quelles seront les prochaines étapes jusqu'au 29 mars et après ?

TP : La probabilité d'une extension de l'Article 50 (longue ou courte) a augmenté et l'échéance du 29 mars, jusqu'alors gravée dans le marbre, ne le semble plus autant. En cas d'accord, après le 29 mars, le Royaume-Uni restera (temporairement ou indéfiniment selon l'accord) dans le marché unique de l'UE et fera partie d'une union douanière. S'il s'agit de l'accord que propose Theresa May actuellement, les négociations pourront commencer comme prévu, au sein du cadre d'échange commercial qui régira les relations commerciales entre l'UE et le Royaume-Uni après la période de transition (c'est en 2021, quand bien même le délai peut être prolongé). En l'absence d'accord, la question majeure sera de savoir si des mesures

« Les marchés n'ont quasiment pas réagi au résultat du vote, mais nous conservons un positionnement prudent sur les actifs britanniques ».

« La vitesse du rebond de la livre sterling après le vote signifie que les risques de baisse sont limités pour le moment. »

« Nous restons baissiers sur le marché britannique des actions, mais des opportunités formidables sont apparues sur certains titres sur les marchés actions d'Europe ».

d'atténuation et des étapes peuvent être mises en place pour faciliter la transition vers le nouveau régime. L'UE et le Royaume-Uni entameront les négociations dans l'optique de parvenir à accord de libre-échange complet. En cas de période d'incertitude prolongée, l'actualité du printemps 2019 pourrait être dominée par une campagne pour un nouveau référendum, pour des élections anticipées et/ou pour revoir la position du Royaume-Uni dans les négociations.

4. Comment interpréter la réaction du marché au vote du Parlement ?

CM : Les marchés n'ont quasiment pas réagi au résultat du vote. Ils l'avaient largement anticipé et pris en compte. La livre sterling a légèrement reculé face au dollar du fait de l'ampleur du résultat, mais elle a rapidement rebondi après que Theresa May a annoncé sa ferme intention de ne pas démissionner (pour l'instant) et que le gouvernement s'efforce de trouver une solution satisfaisante pour toutes les parties. Les Gilt restent prisés car le marché sait parfaitement que le résultat du vote ne remet pas en question les fondamentaux économiques du pays, malgré des indicateurs peu enthousiasmants. Les marchés actions britanniques semblent également avoir bien résisté au vote. Le FTSE 250, qui contient principalement des valeurs britanniques, a clôturé le mois peu ou prou au niveau où il l'avait commencé.

5. En quoi le résultat du vote modifie-t-il votre opinion sur les taux britanniques et sur la livre sterling (GBP) ?

CM : Nous conserverons un positionnement défensif sur les actifs britanniques jusqu'à ce que la situation s'éclaircisse. Les prochaines semaines seront cruciales car le gouvernement va étudier des scénarios de Brexit moins contraignants. Cela prendra du temps. Par conséquent, le report de l'échéance, initialement fixée au 29 mars 2019, semble inévitable. Le marché estime que c'est un facteur positif car cela permettra d'apaiser les tensions et de rétablir un consensus. La motion de censure déposée à l'encontre du gouvernement est largement symbolique car la loi britannique de 2011 sur les parlements à durée déterminée (Fixed-term Parliaments Act) prévoit que tant que le gouvernement obtient les voix nécessaires pour repousser une motion de ce type, il sera impossible d'organiser des élections législatives anticipées jusqu'au mois de mai 2022. L'incertitude continue de peser sur l'économie et il y a fort à parier que les tensions resteront vives durant l'examen des diverses options et jusqu'au 29 mars. Cela devrait inciter la Banque d'Angleterre à rester sur la défensive. La vitesse du rebond de la livre sterling après le vote indique le marché a un positionnement court sur la monnaie britannique, ce qui signifie que les risques de baisse sont limités pour le moment.

6. Selon vous, comment réagiront les marchés actions britanniques et européens à l'incertitude liée au Brexit ?

EK : Le marché n'a quasiment pas réagi hier matin, ce qui montre que ce résultat était largement anticipé. Cela étant, l'incapacité de Theresa May à négocier un accord amiable devrait provoquer des poussées de volatilité à court terme, au gré de l'actualité. Concernant notre positionnement sur les marchés actions européens, nous sommes baissiers sur le marché actions britannique, depuis le résultat du référendum sur le Brexit de 2016. Ce positionnement est toujours d'actualité car rien ne laisse entrevoir une issue sans heurt à ce stade. Les investisseurs pourraient se voir offrir des opportunités sur certaines valeurs car les corrections survenues récemment ont fait que certains titres nous semblent désormais sous-valorisés.

7. Quel conseil donneriez-vous aux investisseurs qui souhaitent tirer leur épingle du jeu dans cette période d'incertitude politique ?

EK : Au regard des mouvements de marché qui ont eu lieu au dernier trimestre 2018, nous pensons que l'humeur du marché est au pessimisme ambiant à l'heure actuelle. Pour rappel, le MSCI Europe se négociait à un multiple de bénéfices de 15x il y a douze mois, contre un multiple de 12x à l'heure actuelle. Par ailleurs, la correction a été particulièrement brutale dans certains secteurs très pro-cycliques comme l'automobile, les biens d'équipement et l'énergie. Le risque politique est réel et ne doit pas être sous-estimé, mais nous pensons que des opportunités formidables sont apparues sur certaines valeurs au cours des derniers mois.

Dans un contexte d'incertitude et de volatilité persistantes, nous pensons qu'il est important d'adopter une approche équilibrée. Nous déconseillons aux investisseurs de s'exposer de manière excessive aux facteurs macroéconomiques. Nous leur recommandons plutôt d'essayer d'exploiter les poussées de volatilité pour investir dans des entreprises de qualité sous-valorisées.

Avertissement

Sauf mention contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont valables au 16 janvier 2019. 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 : 16 janvier 2019.

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

Directeurs de la publication

Pascal BLANQUÉ

Directeur des investissements

Vincent MORTIER

Directeur adjoint des investissements
