

# L'extension du Brexit réduira les incertitudes pesant sur les actifs britanniques



**Tristan PERRIER**  
Économiste senior



**Monica DEFEND**  
Directeur de la  
Recherche



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



**Kasper ELMGREEN**  
Responsable Actions

Avec la contribution de l'équipe Stratégie et Recherche et de Chris Morris, Gérant de portefeuille senior

- **Évolutions récentes et prochaines étapes** : après la prorogation de trois mois accordée au Royaume-Uni par l'Union européenne (UE) le 28 octobre et les élections anticipées annoncées il y a peu, l'issue la plus probable est que l'accord de retrait signé le 17 octobre entre le Royaume-Uni et l'UE sera ratifié, entraînant un Brexit ordonné et le début d'une période de transition au cours de laquelle le Royaume-Uni conservera l'essentiel de son accès au marché unique européen jusqu'à fin 2020 au moins. Le risque de Brexit sans accord est désormais considérablement réduit.
- **BoE et obligations** : la prolongation convenue et la probabilité d'une ratification de l'accord permettront à la BoE de maintenir sa politique en suspens pour le futur prévisible. Compte tenu des attentes actuelles du marché à l'égard de la politique monétaire du Royaume-Uni et de la faible probabilité de sortie sans accord, les taux britanniques à 10 ans semblent être correctement évalués. Nous anticipons des rendements à 2 ans entre 0,3 et 0,5 % et des rendements à 10 ans entre 0,6 et 0,8 % d'ici un an. Sur le plan tactique, il convient de se positionner sur une pentification de la courbe des Gilts. La probabilité d'une majorité conservatrice au Parlement après les prochaines élections générales devrait encourager les afflux de capitaux et faire en sorte que les Gilts maintiennent leur attrait avec des rendements inférieurs à ce qu'ils auraient été autrement.
- **Devises** : parmi les monnaies du G-10, la livre sterling est actuellement l'une des plus sous-évaluées compte tenu des fondamentaux économiques du pays. Notre estimation de sa juste valeur est de 1,49 pour le GBP/USD et de 0,81 pour l'EUR/GBP à moyen terme. Toutefois, nous ne nous attendons pas à ce que ces valeurs soient réalisées dans un avenir proche et nous prévoyons des taux GBP/USD de 1,31 et EUR/GBP de 0,86 d'ici un an.
- **Actions** : les valorisations du marché britannique sont actuellement moins chères que celles du marché européen élargi en raison de l'incertitude liée au Brexit. Selon nos estimations, l'écart entre les indices du Royaume-Uni et de la zone euro correspond à un potentiel de revalorisation de 17 % en faveur des actions britanniques. Nous percevons des opportunités parmi les actions domestiques britanniques qui sont moins tournées vers le marché export que les entreprises du FTSE100. La reprise probable de la confiance des consommateurs pourrait profiter aux secteurs de la construction de maisons, de la consommation discrétionnaire (notamment les compagnies aériennes low-cost) et aux banques. Une réduction de l'incertitude devrait contribuer à réconcilier les investisseurs avec les actions européennes, après que ce marché très sensible aux surprises économiques ait été malmené durant les mois d'été.

## À la lumière des dernières évolutions, quelle est l'issue la plus probable pour le Brexit ?

L'issue la plus probable est que l'accord de retrait signé le 17 octobre entre le Royaume-Uni et l'UE sera ratifié, entraînant un **Brexit ordonné** et le début d'une période de transition au cours de laquelle le Royaume-Uni conservera l'essentiel de son accès au marché unique européen jusqu'à fin 2020 au moins. Une telle ratification n'interviendrait probablement qu'après les élections anticipées, qui devraient être tenues le 12 décembre, c'est-à-dire en fin 2019 ou dans le courant de janvier 2020 si, comme l'annoncent les sondages, les conservateurs remportent l'élection. En cas de scénario alternatif, c'est à dire de victoire des partis d'opposition, l'issue la plus probable serait un second référendum sur le Brexit. Quoi qu'il en soit, **l'évolution de la situation au cours des deux dernières semaines a considérablement réduit le risque de Brexit sans accord**. Avant l'accord UE/Royaume-Uni du 17 octobre, la perspective d'élections anticipées remportées par les conservateurs était considérée comme étant de nature à accroître ce risque. Il existe néanmoins encore des possibilités résiduelles de *no-deal*, par

exemple si les élections aboutissent à nouveau à un Parlement sans majorité, si une majorité conservatrice tente de renégocier l'accord et que les relations avec l'UE se dégradent considérablement ou si les électeurs rejettent toute autre solution par voie de référendum. Cependant, même dans de telles circonstances, beaucoup d'autres événements seraient nécessaires pour qu'un *no-deal* ait effectivement lieu et nous ne pensons plus que cela soit probable.

### Quelles évolutions politiques envisagez-vous au Royaume-Uni dans ce contexte d'extension ?

**Au Royaume-Uni, en raison du système uninominal majoritaire à un tour, les résultats des élections sont notoirement difficiles à prévoir. Dans le scénario central d'une victoire des conservateurs** conduisant à un Brexit ordonné en début 2020, un nouveau risque qui pourrait apparaître est le refus par la nouvelle majorité conservatrice de prolonger la période de transition au-delà de fin 2020. Or, comme il est peu probable qu'un accord commercial exhaustif avec l'UE soit signé dans un délai aussi court, un choc commercial pourrait se produire lorsque le Royaume-Uni perdra brusquement son accès au marché unique à la fin de l'année prochaine. À l'inverse, en cas de victoire des partis d'opposition qui réclament un second référendum, une nouvelle prolongation du délai de sortie de l'UE serait nécessaire et pourrait s'accompagner d'une campagne particulièrement acrimonieuse. Il n'est pas clair, à l'heure actuelle, quelle serait l'alternative proposée aux électeurs dans le cadre d'un tel référendum.

### Comment voyez-vous les perspectives économiques à moyen terme pour le Royaume-Uni ?

Même si un Brexit sans accord est évité, la croissance pourrait se voir compromise à la fin de la période de transition, comme suggéré plus haut. Même dans le cas d'une transition sans heurts vers un nouveau régime commercial permanent avec l'UE, la perte de l'accès à d'importants segments du marché unique, notamment dans le secteur des services, combinée avec des restrictions potentielles sur l'immigration, nuira au potentiel de croissance, sauf si le Royaume-Uni opte au final pour une formule de proximité avec le marché unique. Il est encore difficile de dire si l'économie britannique va sous-performer celle de l'UE sur le long terme, dans la mesure où cela dépend des politiques économiques menées des deux côtés de la Manche. Un facteur clé sera la capacité de la City de Londres à conserver la plupart de ses fonctions à forte valeur ajoutée et son statut de centre financier mondial. En tout état de cause, les Britanniques déjà très divisés sur la question du Brexit, devraient également se montrer divisés sur les politiques économiques à mener post Brexit.

### Quelles sont vos attentes à l'égard de la politique monétaire du Royaume-Uni et quelles évolutions prévoyez-vous en ce qui concerne les rendements des emprunts d'État britanniques ?

Suite aux récentes évolutions concernant les négociations sur le Brexit, mais également, en partie, en cohérence avec la tendance mondiale plus large des marchés obligataires, les taux nominaux britanniques ont augmenté ces dernières semaines, passant d'environ 0,40 % en début octobre à 0,75 % après l'annonce d'un accord de sortie et la réduction significative du risque de *no-deal*. Par conséquent, les probabilités implicites d'un assouplissement du positionnement de la Banque d'Angleterre (BoE) se sont rapidement modifiées, les marchés convergeant vers l'anticipation d'une attitude plus neutre de la banque centrale, là où, au plus fort des incertitudes, une baisse de plus de 25 pb avait été anticipée.

La prolongation acceptée et la probabilité d'une ratification d'un accord permettront à la BoE de maintenir sa politique en suspens pour le futur prévisible, à moins que l'économie mondiale ne se dégrade davantage. Deux facteurs appuient ce scénario attentiste : premièrement, sur le plan intérieur, l'incertitude résiduelle concernant la fin de la période de transition et deuxièmement, à l'échelle mondiale, la tendance des grandes banques centrales à assouplir leur politique monétaire au cours des derniers mois. Nous anticipons par conséquent un potentiel haussier limité pour les rendements de la dette d'État britannique à 10 ans.

**« La prolongation acceptée et la probabilité d'une ratification de l'accord permettront à la BoE de maintenir sa politique en suspens pour le futur prévisible ».**

Scénarios	Prévisions pour les rendements à 10 ans	Prévisions pour les rendements à 2 ans
<b>Brexit ordonné et extension :</b> au vu des attentes actuelles du marché vis-à-vis de la politique monétaire du Royaume-Uni et de la faible probabilité de <i>no-deal</i>	<b>0,6-0,8 % à 12 mois</b> Les taux à 10 ans semblent être assez correctement évalués - certains dépassements temporaires sont possibles	<b>0,3-0,5% à 12 mois</b>
<b>Brexit sans accord :</b> Dans ce scénario, nous nous attendons à ce que la BoE abaisse son taux officiel de 0,75 % à 0,00 %	<b>0,1-0,3 % à 12 mois</b> Les taux des emprunts d'État se reprendraient en raison d'une fuite des investisseurs vers la qualité, bien que l'ampleur de la baisse des taux britanniques à 10 ans dépendrait également de la portée des mesures de relance budgétaire que le gouvernement pourrait prendre afin d'atténuer les dommages pour l'économie	<b>0,0-0,2 % à 12 mois</b>

Source : Amundi Research. Données au 28 octobre 2019.

### Au-delà de la volatilité à court terme, quelle est votre estimation de la juste valeur de la livre sterling ? Quelle performance attendez-vous de la monnaie dans différents scénarios et à plus long terme ?

La livre sterling compte actuellement parmi les monnaies les plus sous-évaluées du G-10, compte tenu des fondamentaux économiques du pays. Notre estimation de sa juste valeur est de 1,49 pour le GBP/USD et de 0,81 pour l'EUR/GBP à moyen terme. Ces estimations sont la moyenne des résultats de différents modèles fondés sur des variables telles que les modalités commerciales du Royaume-Uni, l'inflation et les différentiels de taux avec les États-Unis, ainsi que le degré d'assouplissement budgétaire du pays.

La sous-évaluation de la livre sterling est confirmée par un panier de variables financières avec lesquelles elle est fortement corrélée à court terme qui inclut, entre autres, la performance relative de l'immobilier britannique par rapport aux marchés actions et le différentiel entre les taux d'intérêt américains et britanniques.

Toutefois, nous ne pensons pas que ces évaluations de la juste valeur soient appelées à changer prochainement. Dans le scénario improbable d'un Brexit sans accord, nous prévoyons une livre sterling plus faible et plus volatile, en raison de l'incertitude qui menace.

Scénarios	Juste valeur du GBP à 12 mois	Juste valeur du GBP à moyen terme
<b>Brexit ordonné avec extension</b>	<b>1,31 pour le GBP/USD 0,86 pour l'EUR/GBP</b>	<b>1,49 pour le GBP/USD 0,81 pour l'EUR/GBP</b>
<b>Brexit sans accord</b>	<b>1,05-1,10 pour le GBP/USD 1,05 pour l'EUR/GBP</b>	

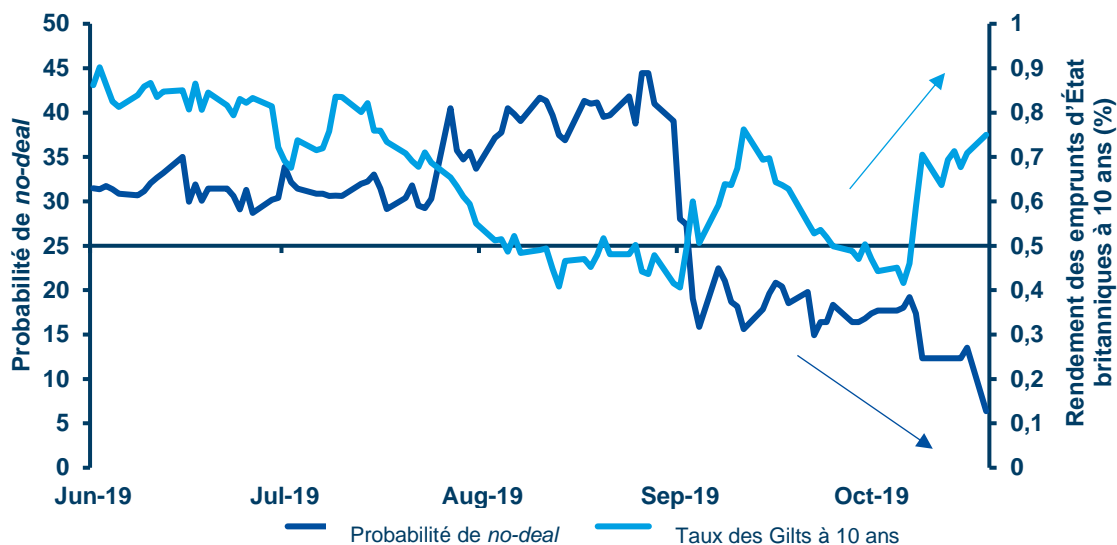
Source : Amundi Research. Données au 28 octobre 2019.

### Quelles sont vos principales convictions sur le marché obligataire britannique et sur le marché des changes ?

D'un **point de vue tactique**, le risque de *no-deal* ayant considérablement diminué, la croissance pourrait s'accélérer légèrement, exerçant une pression à la baisse sur les Gilts et une hausse correspondante des rendements.

« La livre sterling est l'une des monnaies les plus sous-évaluées du G-10 ».

« Les valorisations du marché britannique sont actuellement moins chères que celles du marché européen élargi en raison de l'incertitude liée au Brexit. »

Taux britanniques à 10 ans vs probabilité de *no-deal*

Source : Bloomberg, Belfair, Amundi Research, au 21 octobre 2019. Probabilité d'un Brexit sans accord d'ici le 31 octobre 2019.

Contrebalançant cet effet, la livre sterling s'est récemment redressée, poussant les prix des importations à la baisse et réduisant la nécessité pour la BoE de relever ses taux pour maintenir l'inflation à la cible. Ceci devrait contribuer à soutenir les prix des obligations à court terme. **Nous nous attendons par conséquent à une pentification de la courbe des Gilt. Compte tenu des progrès pour parvenir à un accord, un nouveau renforcement de la livre sterling par rapport au dollar et à l'euro est probable et nous ne sommes plus négatifs vis-à-vis de la livre sterling.** La probabilité que les conservateurs obtiennent la majorité en décembre devrait encourager les afflux de capitaux et faire en sorte que les Gilt maintiennent leur attrait avec des rendements inférieurs à ce qu'ils auraient été autrement.

**« Les valorisations du marché britannique sont actuellement moins chères que celles du marché européen élargi en raison de l'incertitude liée au Brexit. »**

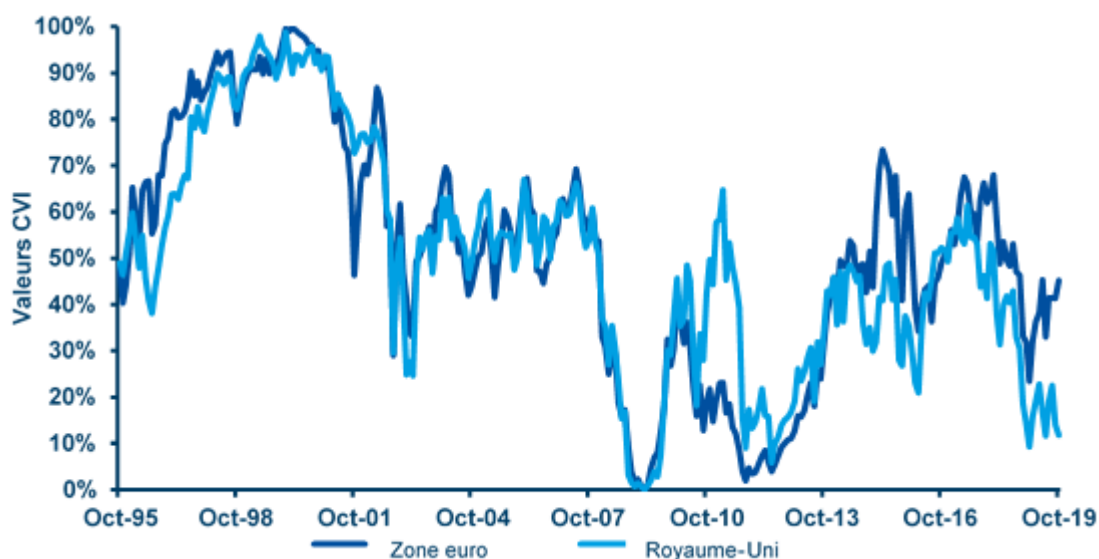
D'un **point de vue stratégique**, tout soulagement pour les Gilts et tout soutien pour la monnaie devrait probablement s'avérer de courte durée. Le Royaume-Uni étant une économie ouverte et que celle-ci relâche ses liens avec son principal partenaire commercial, le Brexit aura un effet néfaste à long terme sur l'économie avec, pour conséquence, une baisse structurelle des taux.

**Comment percevez-vous les valorisations du marché actions britannique par rapport à celles des marchés européens ? Quel niveau d'incertitude est actuellement pris en compte dans les cours ?**

Les valorisations du marché britannique sont actuellement moins chères que celles du marché européen élargi en raison de l'incertitude liée au Brexit. Afin d'évaluer cet écart de valorisation, nous regroupons les principaux indicateurs sous la forme d'un indicateur composite de valorisation (CVI).

Les variables utilisées sont les ratios cours/valeur comptable passés, les rendements de dividende et les ratios cours/flux de trésorerie. Si l'on compare la dernière valeur de l'indicateur avec ses valeurs historiques, on constate que l'indice MSCI UK se situe actuellement à 12 %. Cela signifie que le marché britannique n'a été moins cher qu'en 12 % d'occasions depuis 1995 (date de début des indicateurs utilisés). Le même exercice conduit sur les actions européennes et celles de la zone euro se traduit par des résultats de 36 % et 45 %, respectivement. Or, dans le passé, les indices CVI du Royaume-Uni et de la zone euro se sont talonnés, à quelques exceptions près, comme la crise de la dette souveraine en 2011-2012 (au profit des actions britanniques) et lors de la correction en 2014-2015 des matières premières (au profit des actions de la zone euro).

#### Indicateur composite de valorisation (CVI) des marchés actions européens



Source : Datastream, Amundi Research au 25 octobre 2019.

**« L'écart entre les indicateurs du Royaume-Uni et de la zone euro correspond à un potentiel de revalorisation de 17 % en faveur des actions britanniques ».**

Au cours des deux dernières années, il y a eu un écart important entre les deux indicateurs, les valorisations des actions britanniques étant sous pression en raison des incertitudes liées au Brexit. L'écart entre les indicateurs du Royaume-Uni et de la zone euro correspond à un potentiel de revalorisation de 17 % en faveur des actions britanniques. Cela signifie que si la



valeur des indicateurs sous-jacents utilisés pour générer le CVI augmente de 17 %, le Royaume-Uni obtiendrait un score identique à celui de la zone euro. Toutefois, un tel résultat pourrait ne pas se concrétiser. En effet, même si un Brexit sans accord est évité, la voie vers un nouveau cadre politique, notamment sur la question des accords commerciaux, reste incertaine.

Plusieurs facteurs pourraient entraver le potentiel haussier des actions britanniques :

- premièrement, le marché britannique étant orienté vers l'exportation (73 % du chiffre d'affaires de l'indice MSCI UK est réalisé à l'étranger), les taux de change ont un impact important sur les bénéfices des entreprises. Si un accord est validé, la livre devrait rebondir, ce qui pèserait sur les résultats britanniques et sur le marché actions.
- deuxièmement, le marché britannique bénéficiant de rendements en dividendes élevés (actuellement 4,8 % contre 3,5 % pour l'indice MSCI Euro), il sera également affecté par la hausse des rendements obligataires. Ainsi, si les marchés britanniques se négocient avec un écart de valorisation par rapport aux actions européennes, celui-ci pourrait ne pas se combler rapidement une fois l'incertitude liée au Brexit disparue.

Pour l'heure, nous voyons des opportunités parmi les actions britanniques déterminées par le marché intérieur et qui sont moins tournées vers l'export que les entreprises du FTSE100. La reprise probable de la confiance des consommateurs pourrait profiter aux secteurs de la construction de maisons, de la consommation discrétionnaire (notamment les compagnies aériennes *low-cost*) et aux banques.

#### **Une fois le Brexit derrière nous et l'incertitude géopolitique dissipée, pensez-vous que l'appétit pour les actions européennes sera de retour ?**

Une réduction de l'incertitude devrait contribuer à réconcilier les investisseurs avec les actions européennes, après que ce marché très sensible aux surprises économiques ait été malmené durant les mois d'été avec des révisions à la baisse des attentes en termes de BPA pour 2019. Bien qu'il soit attrayant par rapport à d'autres zones géographiques, le marché européen des actions n'est pas bon marché en termes absolus. Le déclencheur d'un regain d'appétit de la part des investisseurs pourrait venir d'une politique budgétaire favorable. Les gouvernements sont de plus en plus nombreux à convenir qu'une plus grande expansion budgétaire - en complément de la politique monétaire accommodante de la BCE - en termes d'infrastructures et de dépenses « vertes » est nécessaire pour déclencher une accélération de l'activité économique. Pour autant, une telle évolution ne se fera pas dans l'immédiat, mais il est probable que la volonté d'investir se renforcera. En outre, les entreprises européennes bénéficient de situations financières saines en termes de solidité du bilan et de génération de *cash-flow*, ce qui devrait être bénéfique à moyen terme. Enfin, l'Europe est actuellement peu prisée par les investisseurs mondiaux et fait l'objet de sorties de capitaux incessantes. De meilleures valorisations devraient contribuer à encourager un retour des flux de capitaux vers l'Europe.

**« Une réduction de l'incertitude devrait contribuer à réconcilier les investisseurs avec les actions européennes ».**

## 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).
- **Système uninominal majoritaire à un tour** : Un système électoral dans lequel les électeurs indiquent sur un bulletin de vote le candidat de leur choix. Le candidat qui reçoit le plus de votes gagne.
- **Pentification de la courbe** : une pentification de la courbe des rendements peut résulter d'une hausse des taux d'intérêt à long terme supérieure à celle des taux d'intérêt à court terme ou d'une chute des taux à court terme plus importante que celle des taux à long terme.
- **Devises** : désignent les marchés des changes sur lesquels les participants peuvent acheter et vendre des devises.
- **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 29 octobre 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. Les investissements impliquent certains 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 : 30 octobre 2019.

---

#### Directeurs de la publication

**Pascal BLANQUÉ**

*Directeur des Investissements*

**Vincent MORTIER**

*Directeur adjoint des Investissements*

---