

Le Brexit continue de peser sur la livre, mais la situation sur les taux et les actions pourrait se normaliser



**Kasper
ELMGREEN**
Responsable gestion
actions



Jacques KELLER
Gérant Global Bonds



Tristan PERRIER
Economiste sénior

« **Le risque extrême d'un choc en fin d'année lié à l'absence d'un accord commercial est faible, selon nous** »

- **Prochaines étapes et répercussions économiques** : la sortie du Royaume-Uni (RU) de l'Union européenne (UE) est désormais officielle. Le pays est entré dans une nouvelle période transitoire durant laquelle les autorités britanniques vont devoir négocier un accord commercial avec l'UE, afin d'éviter une rupture brutale fin 2020. Le délai est court, mais il sera possible de trouver soit un accord commercial, soit un nouveau report, soit un mélange des deux. Les négociations devraient être plus simples maintenant que le RU peut s'appuyer sur une majorité parlementaire solide ; tandis que du côté de l'UE, les espoirs que le RU reste dans l'Union ont été définitivement enterrés. L'année dernière, la possibilité de maintien du RU au sein de l'UE a peut-être incité les Européens à ne pas proposer un accord acceptable. Par ailleurs, malgré la fermeté de ses propos, le Premier ministre Boris Johnson a fait preuve de pragmatisme dans sa stratégie de négociation en 2019, une attitude qui pourrait à nouveau faciliter la signature d'un accord cette année. Cependant, avant qu'une solution ne soit trouvée, des doutes ressurgiront certainement sur le risque de rupture brutale. En parallèle, il semble peu probable qu'un accord commercial entre les Etats-Unis et le RU soit négocié intégralement cette année, d'autant que les événements de l'année prochaine sont tributaires des résultats de l'élection présidentielle américaine. En cas de réélection de Donald Trump, la signature d'un accord semble légèrement plus probable, mais un président Démocrate sera sans doute moins en phase avec les positions de B. Johnson. **La croissance du PIB au RU** devrait s'établir à 1,1% cette année et à 1,4% en 2021, contre 1,3% en 2019 selon les estimations. Les perspectives de croissance sont un peu meilleures que celles de la zone euro, car le RU va bénéficier de mesures de relance budgétaire, annoncées récemment, et qui pourraient changer la donne pour l'économie britannique. A plus long terme, nous pensons que le Brexit va légèrement pénaliser la croissance britannique, en pesant sur la dynamique du marché du travail et de la productivité. Cependant, le potentiel de croissance du pays restera légèrement plus solide que celui de l'UE, notamment grâce aux tendances démographiques et à une économie britannique qui est, par nature, plus ouverte à la concurrence et à l'innovation.
- **Répercussions sur les marchés** : **sur le marché des taux**, le Gilt à 10 ans est cher, en absolu et en relatif comparé aux autres marchés développés. La courbe des taux britannique devrait se pentifier (« bear steepening ») sous l'effet de bonnes surprises du côté des sondages, où les données ont été plutôt négatives récemment, d'un faible taux de chômage et de la perspective de nouvelles émissions obligataires liées à la hausse des dépenses publiques. Les gérants de portefeuilles obligataires pourraient ainsi créer de la valeur en jouant les mouvements de la courbe des taux, dans un environnement de taux faibles, et compte tenu de l'attentisme de nombreuses banques centrales. Plus généralement, nous attendons un aplatissement des courbes dans certains pays, comme au Japon, en Europe et en Australie, et une pentification au Canada, où la banque centrale n'a pas encore abaissé ses taux. **Sur le marché des devises**, la livre sterling devrait se déprécier en 2020, pénalisée par de possibles revers au niveau des négociations et par la rhétorique accommodante de la Banque d'Angleterre. Concernant les **actions**, le marché britannique est peu cher compte tenu de ses fondamentaux et semble attractif à long terme. Nous estimons qu'il offre une opportunité d'achat, notamment sur les valeurs domestiques, qui affichent les couples risque/rendement les plus intéressants.

Quelles sont les prochaines étapes dans le processus du Brexit ?

Le Royaume-Uni a officiellement quitté l'Union européenne le 31 janvier 2020. Le sujet majeur pour les relations futures entre le RU et l'UE porte désormais sur la négociation d'un accord commercial permanent – vraisemblablement un accord de libre-échange – afin d'éviter une rupture brutale à la fin du mois de décembre. Le gouvernement britannique a voté une loi stipulant qu'il ne chercherait pas à obtenir une extension de la période transitoire au-delà de 2020. Pendant la période de transition, le RU maintient son accès au marché unique de l'UE. En l'absence d'une extension ou d'un accord commercial, le RU perd cet accès le 1^{er} janvier 2021 et les échanges commerciaux entre le RU et l'UE ne seraient plus couverts que par les règles de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC). Ceci entraînerait un choc commercial important, y compris la mise en place de taxes douanières et de contrôles aux frontières. Cependant, nous pensons qu'un accord devrait être trouvé qui permettra d'éviter une telle situation pour la majorité des secteurs d'activité.

Comment voyez-vous les négociations à venir entre le RU et l'UE ?

Les observateurs de marché sont nombreux à penser que le délai de négociation d'un accord de libre-échange – soit avant la fin de l'année – est trop court. Par ailleurs, les déclarations et les documents récents, comme le projet de mandat de négociation de l'UE, indiquent que les positions de départ des deux parties sont très éloignées. Si le gouvernement britannique met en avant sa recherche d'autonomie en matière de réglementation, l'UE insiste sur le fait qu'elle souhaite un « terrain de jeux » équitable, ce qui sous-entend un certain degré d'harmonisation réglementaire.

La négociation sera difficile et les deux parties vont jouer « serré » dès le début. L'UE va s'assurer que le RU n'obtienne pas des termes plus avantageux qu'il ne l'avait dans le régime de l'UE, et sera intransigeante sur ce point. Cependant, **ces négociations s'annoncent plus simples que celles de 2019 et ce, pour deux raisons principales.** Tout d'abord, côté britannique, le gouvernement dispose aujourd'hui d'une majorité parlementaire, ce qui évitera de revivre une situation très confuse - lorsque le gouvernement se met d'accord sur un point qui est ensuite rejeté par le Parlement. Deuxièmement, côté UE, il n'y a aujourd'hui plus aucun espoir de voir le RU rester dans l'Union. Ceci simplifie les discussions par rapport à l'année dernière. En effet, la possibilité de garder le RU dans l'UE pourrait avoir incité certains pays de l'Europe continentale à proposer un accord qui n'était pas acceptable. De plus, malgré ses propos très fermes, le Premier ministre Boris Johnson a su faire preuve de pragmatisme lors des discussions d'octobre 2019, en confirmant qu'il n'y aurait pas de contrôles aux frontières au niveau de la mer d'Irlande, un point qui avait été une ligne rouge pour son prédécesseur, Theresa May. Au final, ce pragmatisme et la préservation des intérêts nationaux des deux côtés de la Manche devraient aboutir soit à un accord commercial, soit à une extension, ou à un mix des deux, afin d'éviter le risque d'une rupture brutale - ou du moins le limiter fortement. Cependant, avant qu'une solution ne soit trouvée, il faudra s'attendre à de nouveaux moments de doute et de stress liés à l'échéance de fin 2020.

« Le pragmatisme et la préservation des intérêts nationaux devraient aboutir à un accord »

Quelle est la probabilité d'un accord entre le RU et les Etats-Unis et quel serait l'impact sur l'UE ?

Malgré une convergence de ton, de style et d'opinions entre le président américain Donald Trump et le premier ministre Johnson, nous pensons que les Etats-Unis seront durs avec le Royaume-Uni lorsqu'il s'agira de négocier un accord commercial, notamment en raison des lobbies industriels américains. Contrairement aux discussions avec l'UE, les deux parties ne partent pas déjà d'une position de libre-échange et d'alignement réglementaire. De plus, en dehors de l'UE, le RU n'a pas le même poids dans les négociations avec des tiers, qu'il s'agisse des Etats-Unis ou d'autres pays. Nous pourrions être agréablement surpris mais, selon nous, **il est peu probable qu'un accord commercial entre les Etats-Unis et le RU soit signé dans l'année.**

La tournure que prendront les événements l'année prochaine dépendra des résultats de l'élection présidentielle américaine. En cas de réélection de Trump, la probabilité d'un accord

sera légèrement renforcée ; en revanche, un président démocrate sera sans doute moins en phase avec les positions économiques et géopolitiques de B. Johnson, et le processus de négociation pourrait être plus conflictuel. Reste à savoir si le RU peut utiliser ses négociations avec les Etats-Unis pour exercer de la pression sur l'UE.

« Nos prévisions de croissance du PIB pour le RU sont restées inchangées ces derniers mois, et s'élèvent à 1,1% cette année et à 1,4% en 2021, soit très légèrement supérieures à nos chiffres pour la zone euro »

Quelle a été l'évolution de vos vues sur l'économie britannique récemment et quelles sont vos anticipations pour 2020 ?

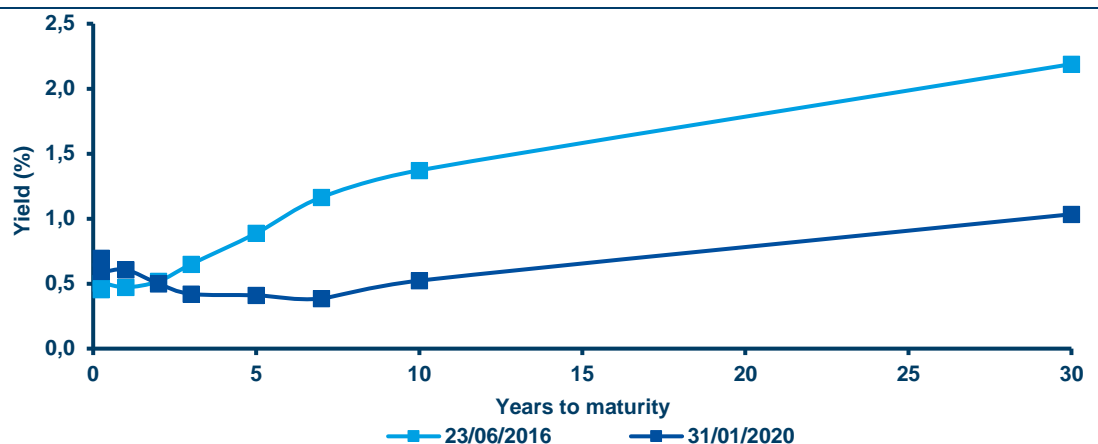
Notre vue sur l'économie du RU n'a pas beaucoup évolué ces derniers temps, car le Brexit ordonné qui vient d'avoir lieu avait été intégré à notre scénario central. La croissance sera confrontée à deux forces opposées, entre l'incertitude qui persiste sur le Brexit – qui pèse sur l'investissement, y compris l'immobilier, et **les mesures de relance budgétaire importantes annoncées par le gouvernement, représentant plus de 0,5% du PIB et qui seront confirmées lors du budget de mars**. Le marché du travail a continué de bénéficier d'une dynamique positive tout au long du processus du Brexit.

Globalement, **nos prévisions de croissance du PIB pour le RU sont restées inchangées ces derniers mois, et s'élèvent à 1,1% cette année et à 1,4% en 2021, soit très légèrement supérieures à nos chiffres pour la zone euro**. A plus long terme, nous pensons que le Brexit va légèrement pénaliser la croissance britannique en pesant sur les dynamiques de productivité et du marché du travail. Cependant, le potentiel de croissance du pays restera légèrement plus solide que celui de l'UE, notamment grâce aux tendances démographiques et au fait que l'économie britannique est, par nature, plus ouverte à la concurrence et à l'innovation.

VUES SUR LES MARCHÉS DE TAUX ET DE DEVICES

Depuis le deuxième trimestre de 2019, les rendements sur les Gilts à 10 ans ont baissé par rapport à leurs niveaux post-référendum et évoluent entre 0,4% et 0,8%. Les niveaux de valorisation sur cet indice de référence britannique sont chers, en absolu et comparés aux autres marchés développés. A ce titre, nous attendons une hausse des taux à 10 ans par rapport au 2 ans, et la courbe des taux du RU devrait se pentifier (« bear steepening »). Le spread entre ces deux taux s'est effondré à quasiment zéro après la publication récente du projet de mandat de négociation de l'UE et de l'accent mis par le Premier ministre Johnson sur l'autonomie réglementaire du pays. Par ailleurs, le 30 janvier, la Banque d'Angleterre (BoE) a maintenu ses taux inchangés malgré le vote de deux de ses administrateurs en faveur d'une baisse, pour la troisième réunion consécutive. Cependant, le ton des derniers commentaires émis par les membres de la BoE a été accommodant et les banques centrales se tiennent prêtes à agir rapidement si l'amélioration récente du sentiment de marché ne se traduit pas par une hausse des dépenses. Au cours des mois à venir, **les rendements sur les Gilts devraient se tendre** car nous attendons des surprises positives du côté des sondages (après des chiffres en berne), un taux de chômage qui reste faible, la stabilisation des hausses de salaire et la perspective de nouvelles émissions obligataires suite à la relance des dépenses publiques. Selon nos anticipations, les taux à 2 et 10 ans devraient s'établir à 0,4-0,6% et 0,8-1,0% respectivement, à horizon un an.

Evolution de la courbe du Gilt entre le jour du référendum sur le Brexit et la sortie officielle de l'UE



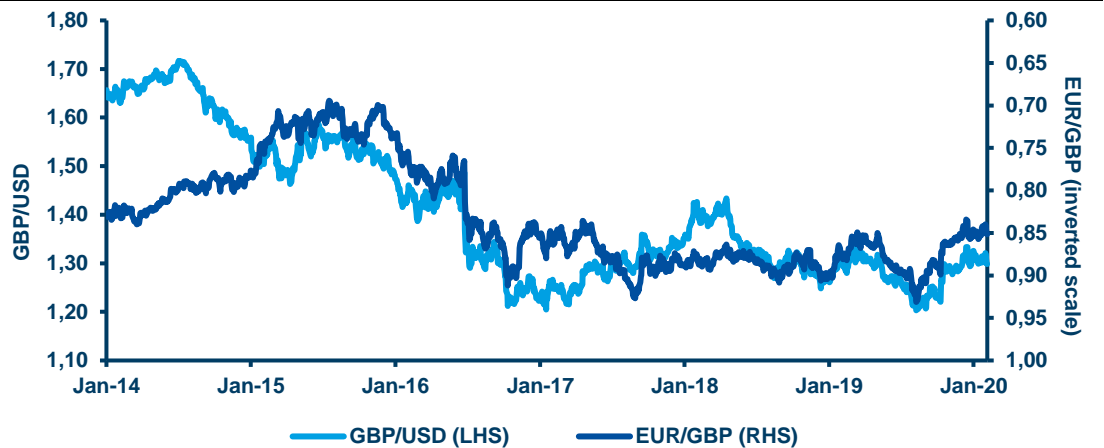
Source : Amundi, Bloomberg. Données au 5 février 2020.

« Nous attendons une hausse du taux à 10 ans par rapport au 2 ans et une pentification de la courbe britannique »

Sur les marchés obligataires internationaux, nous avons observé une hausse des taux souverains dans les principaux pays en 2019, suite aux tensions géopolitiques et commerciales, à l'essoufflement de la croissance et à la rhétorique et l'action accommodante des banques centrales des pays du G7. La nouvelle année a débuté sur de nouvelles inquiétudes autour de la pandémie mondiale, qui ont pénalisé les taux durant les premières semaines de 2020. Une légère sous-pondération en termes de durée serait sans doute pertinente aujourd'hui. Cependant, dans un tel environnement de taux faibles et compte tenu de l'attentisme de nombreuses banques centrales, **la sélection des pays jouera un rôle de plus en plus déterminant dans la création de valeur au sein des portefeuilles obligataires**. Le marché obligataire international peut être réparti en deux catégories. Les pays du premier groupe disposent de banques centrales actives, affichent des rendements faibles ou négatifs, mais bénéficient d'une tendance haussière – comme le Japon, l'Europe et l'Australie. Dans ces pays, il est possible que la courbe s'aplatisse, particulièrement en Allemagne. Par ailleurs, la quête de rendement et le programme de QE de la BCE vont soutenir les obligations des pays périphériques de la zone euro. Le second groupe se compose de pays dont les banques centrales n'ont pas baissé les taux – du tout, ou pas de manière agressive – comme le Canada, ou bien de marchés qui affichent des courbes de taux plates ou inversées, comme le Royaume-Uni. Sur ces marchés, les maturités moyennes sont chères et pourraient être raccourcies.

Si l'on se tourne vers les devises, depuis le mois d'octobre 2019, la livre sterling s'est rapprochée de sa juste valeur estimée, dans une fourchette de 1,28-1,35 par rapport au dollar. **Compte tenu du regain d'incertitude, la devise britannique devrait se déprécier en 2020**. En effet, la BoE a provisoirement noté une baisse des taux comme une condition pour atteindre ses objectifs de croissance et d'inflation, tout en indiquant sa préférence pour une attitude attentiste, si les dernières améliorations observées au niveau de la confiance des entreprises ne se traduisent pas par des investissements et des salaires réels. De plus, les positions de départ du RU et de l'UE sur un accord de libre-échange sont très éloignées et la probabilité de mauvaises nouvelles sur l'avancée des négociations sera élevée tout au long de l'année. Ainsi, l'ensemble de ces facteurs risque fort de peser sur la livre sterling.

GBP vs. USD et EUR : risques de dépréciation de la livre sterling



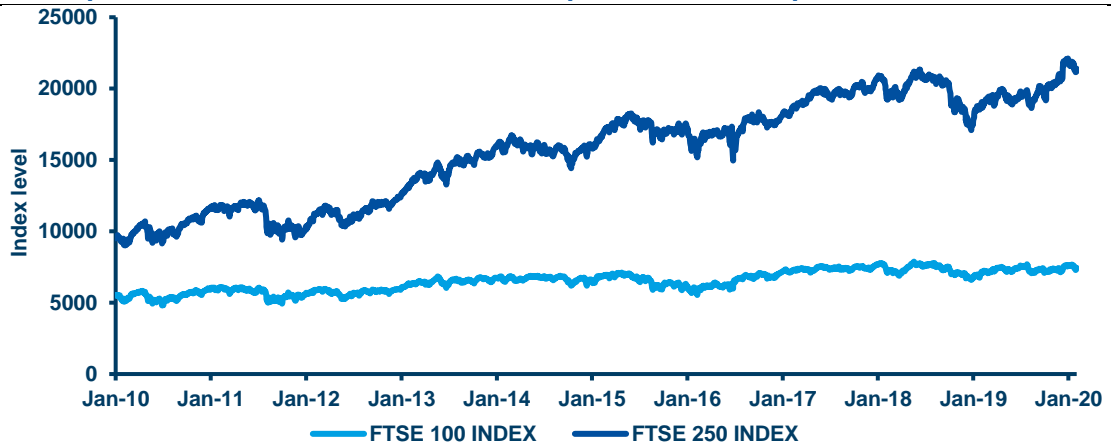
Source : Amundi, Bloomberg. Données au 4 février 2020.

VUES SUR LES MARCHÉS ACTIONS

« A long terme, les actions britanniques semblent attrayantes et offrent de réelles opportunités, notamment parmi les valeurs domestiques »

Aujourd'hui, les actions sont bon marché. Le manque de visibilité sur les détails du processus de Brexit pèse sur les actions, tout comme les perspectives de croissance économique, qui demeurent incertaines. Nous ne pouvons exclure le risque que les actions britanniques restent bon marché par rapport à leurs fondamentaux à court terme ; mais à plus long terme, elles semblent attrayantes et ceci constitue, à nos yeux, une opportunité. Les grandes entreprises mondiales dominent l'indice FTSE 100, tandis que les indices représentant les petites et moyennes capitalisations, comme le FTSE 250, affichent un profil plus domestique. **Nous préférons les actions britanniques domestiques** car les attentes sont plus faibles sur ce segment de marché, qui présente un couple rendement-risque attrayant selon nous. Nos valeurs préférées incluent notamment des constructeurs résidentiels, des compagnies aériennes low-cost et des entreprises de services financiers.

La surperformance des valeurs « domestiques » devrait se poursuivre en 2020



Source : Amundi, Bloomberg. Données au 4 février 2020.

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 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.



www.amundi.com

Définitions

Points de base : un point de base point est une unité de mesure qui équivaut à un centième de point de pourcentage (0.01%).

Portage : le portage d'un actif correspond au rendement qui est versé à son détenteur.

Corrélation : le degré d'association entre deux variables ou plus. En finance, la corrélation représente l'ampleur de l'évolution des actifs ou de leurs cours les uns par rapport aux autres. La corrélation est exprimée sous forme d'un coefficient de corrélation qui varie de -1 (évoluent toujours dans la direction opposée) à 0 (totalement indépendants) à 1 (évoluent toujours dans la même direction).

Spread de crédit : différentiel entre le rendement d'une obligation de crédit et le rendement offert par les emprunts d'Etat. Le spread ajusté de l'option est une mesure du spread, ajusté pour prendre en compte les éventuelles options intégrées.

Aplatissement de la courbe : une courbe des taux qui s'aplatit est le résultat d'une baisse plus marquée des taux longs par rapport aux taux courts, ou d'une hausse plus marquée des taux courts par rapport aux taux longs.

Pentification de la courbe : une courbe des taux qui se pentifie est le résultat d'une hausse plus marquée des taux longs par rapport aux taux courts ('bear steepening') ou d'une baisse plus marquée des taux courts par rapport aux taux longs.

Duration : mesure la sensibilité du cours (la valeur du principal) d'un investissement obligataire à l'évolution des taux d'intérêt, exprimée en nombre d'années.

Marchés de devises (FX) : marchés de devises étrangères sur lesquels les participants peuvent acheter et vendre des devises.

Quantitative Easing (QE) : le QE est un instrument de politique monétaire utilisé par les banques centrales pour stimuler l'économie en rachetant des actifs financiers détenus par des banques commerciales ou par d'autres institutions financières.

Prime de terme : l'excès de rémunération offert par une obligation de long terme par rapport à une obligation à maturité plus courte. Percevoir des coupons sur une obligation longue, sur une plus longue durée, fait que le rendement à maturité de cette obligation sera supérieur. Le montant de la prime de terme dépend des taux d'intérêt assortis à chacune des obligations.

Volatilité : une mesure statistique de la dispersion des performances pour une valeur mobilière ou un indice de marché donné. En règle générale, plus la volatilité est importante, plus la valeur/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 6 février 2020.

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 : 6 février 2020.

Editeurs en chef

Pascal BLANQUÉ
Chief Investment Officer

Vincent MORTIER
Deputy Chief Investment Office

Amundi
ASSET MANAGEMENT