



La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Thematic paper | CROSS ASSET Investment Strategy

Février 2018

Brexit: comment le futur accord commercial va refaçonner le paysage des actifs financiers britanniques

RESEARCH
STRATEGY
& ANALYSIS

Brexit: comment le futur accord commercial va refaçonner le paysage des actifs financiers britanniques

DIDIER BOROWSKI,
Responsable de la Recherche
Macroéconomique

ANDREA BRASILI,
Recherche Macroéconomique

MONICA DEFEND,
Responsable de la Stratégie,
Adjointe au Directeur de la
Recherche

BASTIEN DRUT,
Stratégie Taux et Change

ROBERTA FORTES,
Stratégie Taux et Change

ERIC MIJOT,
Stratégie Actions

TRISTAN PERRIER,
Recherche Macroéconomique

LORENZO PORTELLI,
Stratégie Multi-Asset

SILVIA DI SILVIO,
Stratégie Taux et Change

IBRA WANE,
Stratégie Actions

Achevé de rédiger le 12/02/2018

L'essentiel

Cette année sera décisive pour l'avenir de la relation du Royaume-Uni avec l'Union européenne au lendemain du Brexit. La prochaine série de négociations, entre février et mars, tracera les contours d'un accord de transition de deux ans. Ensuite, d'ici octobre, les parties prenantes devraient avoir défini un accord de retrait mentionnant les principales lignes directrices qui régiront leur future relation commerciale, afin que le Royaume-Uni puisse formellement quitter l'Union européenne le 29 mars 2019.

Quatre scénarios d'accord commercial nous paraissent envisageables; pour les deux plus probables d'entre eux, nous avons analysé les impacts potentiels au niveau de l'économie, de la devise, des taux et des actions britanniques.

Le contexte politique début 2018

L'accord politique conclu en décembre 2017 n'a fait qu'ouvrir la voie à la phase suivante des négociations consacrées aux modalités de la période de transition d'une part, et au futur cadre des relations commerciales post-Brexit d'autre part, ce dernier point s'annonçant le plus délicat (notamment en ce qui concerne le commerce des services financiers).

- Le compromis politique trouvé en décembre, qui fixe les conditions du divorce, a porté avant tout sur trois dossiers sensibles: premièrement, les droits des citoyens expatriés de part et d'autre, deuxièmement, la facture de sortie et troisièmement, la question de la frontière irlandaise. Si une véritable convergence a été obtenue sur les deux premiers dossiers, le troisième a plutôt été temporairement dissimulé sous des termes vagues que réellement tranché; il ne pourra d'ailleurs être pleinement réglé que lorsque le futur cadre de la relation commerciale aura été défini.
- Cet accord donnant le feu vert à la négociation d'une période de transition qui pourrait durer près de deux ans (de mars 2019 à décembre 2020), le risque d'un « Brexit dur » dès mars 2019 (sortie brutale de l'UE, sans négociation) s'est atténué. Toutefois, les divergences relatives aux modalités de la période transitoire devront être surmontées et, par-dessus tout, le sujet crucial du futur cadre des relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'Europe des vingt-sept (notamment en ce qui concerne le commerce des services financiers) reste à traiter.
- Theresa May, en position parlementaire très fragile, doit composer avec un parti conservateur toujours très divisé au sujet du degré de séparation souhaitable avec l'UE. Après avoir marqué une pause en fin d'année, les pressions du camp pro-Brexit ont repris de plus belle, certains médias faisant écho d'une fronde éventuelle contre la Première ministre, soupçonnée d'être trop accommodante avec l'UE sur les modalités de la

période de transition et (notamment suite à des déclarations de certains de ses proches alliés) de vouloir ensuite construire avec l'UE un cadre de relations commerciales trop étroit ne laissant pas assez de liberté au Royaume-Uni.

Calendrier provisoire

Le calendrier provisoire des négociations entre l'UE et le Royaume-Uni est le suivant :

2018	Janvier-mars	Pourparlers officiels sur la période de transition Discussions exploratoires sur les termes de la future relation commerciale
	Mars	Accord sur la période de transition
	Mars-octobre	Négociations officielles sur les termes de la future relation commerciale
	Octobre	Accord politique sur les modalités du retrait
	À partir d'octobre	Approbation de l'Accord de retrait (par le parlement britannique, le parlement de l'UE, le Conseil de l'UE statuant à la majorité qualifiée)
2019	Mars	Le Royaume-Uni quitte l'UE
	Avril	Amorce des discussions commerciales dans le cadre de l'article 218
	Mai	Élections au Parlement européen
2020	Décembre	Fin éventuelle de la période transitoire qui pourrait toutefois être prolongée
2022	Mai	Élections générales au Royaume-Uni

“Négocier un traité commercial complexe prend habituellement des années.”

Notons que, concernant la négociation du futur cadre des relations commerciales, ce calendrier paraît très tendu. L'accord de retrait devrait faire référence à ce cadre mais, au vu des délais habituellement nécessaires pour conclure des traités complexes de libre-échange (plusieurs années), il est difficile de voir comment ses détails pourraient être arrêtés dès octobre 2018. Même la période de transition (susceptible toutefois être prolongée) pourrait s'avérer trop courte.

Les questions controversées soulevées par l'accord de transition et le futur traité commercial

Concernant les modalités de la période transitoire, l'UE estime que le Royaume-Uni devra continuer de respecter ses obligations d'État membre tout en perdant son droit de vote dans les instances de décisions.

Le Royaume-Uni, pour sa part, cherche à garder voix au chapitre dans certains processus de décision, à être dispensé de certaines de ses obligations actuelles (y compris peut-être sur la politique d'immigration) et à obtenir des dérogations aux règles de l'UE qui pourraient être introduites au cours de la période transitoire. Ces divergences peuvent sans doute être surmontées.

S'agissant du futur traité commercial, les positions de l'UE et du Royaume-Uni devraient diverger fortement, dans un premier temps tout au moins.

- **À ce stade, il est essentiel pour l'UE que le Royaume-Uni ne soit pas autorisé à « faire son marché » et à retenir uniquement ceux qui lui sont favorables parmi les différents aspects du marché unique.** L'UE a signé des accords de libre-échange avec un certain nombre d'autres pays qui ne participent pas au marché unique mais Michel Barnier a souligné en décembre 2017 que ces traités, portant essentiellement sur les marchandises, n'avaient pas vocation à s'appliquer aux services financiers. Par conséquent, pour que le Royaume-Uni

conserve l'intégralité des droits attachés au passeport européen pour la commercialisation des services financiers (modèle Norvège/EEE) ou même un accès partiel via des accords sectoriels (modèle Suisse/AELE), il devrait accepter le principe de la liberté de circulation des personnes, contribuer au budget européen et se soumettre à la compétence (au moins) indirecte de la Cour de justice de l'UE. L'objectif de l'UE est surtout d'éviter une situation d'« aléa moral » dans laquelle le Brexit récompenserait le Royaume-Uni en lui permettant de négocier des dispositions plus favorables que celles qui le liaient à l'Union en sa qualité d'État-membre (même accès au marché avec moins d'obligations). Parallèlement, certains membres de l'UE espèrent attirer à l'intérieur de leurs frontières des activités aujourd'hui conduites à partir du Royaume-Uni, tandis que, pour d'autres, il est déterminant de conserver la libre circulation des personnes (et/ou l'accès au marché britannique comme débouché pour leurs marchandises). Si les pays-membres de l'UE ont fait preuve d'unité au moment de la phase précédente des négociations, il est possible qu'ils se divisent davantage lors des phases suivantes.

- **Le Royaume-Uni n'a pas encore fait connaître sa position officielle et la faiblesse actuelle du gouvernement ne contribue pas à éclaircir la situation.** Le pays devrait toutefois essayer de conserver un accès aussi large que possible au marché unique, en essayant notamment d'obtenir de l'UE qu'elle reconnaisse l'« équivalence » des réglementations britanniques sur les biens et les services, tout en les autorisant à s'écarter des directives européennes au fil du temps. Inversement, le Royaume-Uni essaiera (au moins dans un premier temps) de lâcher le moins possible de lestes sur la question de la liberté de circulation des personnes, la compétence de la Cour de justice de l'Union Européenne et les contributions au budget de l'UE. Toutefois, il faut souligner que si le vote du Brexit en juin 2016 s'est largement joué sur ces thématiques, celles-ci sont loin d'être rédhibitoires pour la plupart des députés conservateurs (ni pour les partisans du « remain » majoritaires au parlement). Notons que le camp du « remain » et celui du « leave » s'opposent également sur l'intérêt de rester dans une union douanière avec l'UE (une telle union limiterait la capacité du Royaume-Uni à conclure des ententes bilatérales avec des pays tiers, même s'il existe des solutions intermédiaires comme l'union douanière partielle entre l'UE et la Turquie).

Nous présentons ci-après pour mémoire les caractéristiques distinctives des différents régimes encadrant les relations commerciales avec l'UE, de la situation d'un État membre de l'UE à celle d'un pays commerçant avec l'UE sous le seul régime de l'OMC.

	UE	EEE (Norvège)	AELE hors EEE (Suisse)	Union douanière (Turquie)	Accord libre-échange (Canada)	WTO
Libre échange des biens avec l'UE	Oui	Oui hors agriculture	Oui pour la plupart	Oui pour la plupart	Oui pour la plupart	Non
Accès au marché des services de l'UE (dont passeportage des services financiers)	Oui	Oui	Partiel	Non	Non	Non
Union douanière avec l'UE	Oui	Non	Non	Biens : oui	Non	Non
Liberté de conclure des accords de commerce avec d'autres pays	Non	Oui	Oui	Biens : non Services : oui	Oui	Oui

	UE	EEE (Norvège)	AELE hors EEE (Suisse)	Union douanière (Turquie)	Accord libre-échange (Canada)	WTO
Droit de vote sur les lois et règlements de l'UE	Oui	Non	Non	Non	Non	Non
Juridiction de la Cour de Justice de l'UE	Oui	Indirectement	Indirectement	Indirectement	Partiel	Non
Contribution au budget de l'UE	Oui	Oui	Oui	Partiel	Non	Non
Libre circulation des personnes	Oui	Oui	Oui	Non	Non	Non

Quatre scénarios

Compte tenu de ce contexte et des événements politiques susceptibles de se produire au Royaume-Uni avant la conclusion de la version définitive de l'accord, de nombreux scénarios sont envisageables. Nous pouvons néanmoins retenir quatre grands types de scénarios au regard du futur cadre des relations commerciales. Notons qu'il s'agit de scénarios concernant l'accord final, dont les grandes lignes devraient en principe être connues d'ici octobre 2018, sachant qu'il existe tout de même une possibilité que l'incertitude se prolonge au-delà et que même les grandes lignes du futur cadre des relations commerciales ne puissent être négociées que durant la période de transition.

1. **Scénario de quasi-appartenance à l'Espace Économique Européen (« soft Brexit ») qui maintient l'essentiel de l'accès au marché unique européen (à quelques exceptions près seulement, notamment dans certains domaines des services financiers) et ne prévoit que des restrictions très mineures à la liberté de circulation des travailleurs. *Probabilité 25 %.***

Ce serait le scénario le plus favorable pour l'économie britannique mais les partisans du Brexit pourraient s'y opposer, estimant qu'un tel accord n'apporterait pratiquement aucune souplesse supplémentaire au Royaume-Uni comparé à une appartenance classique à l'UE (à l'exception du droit de conclure des ententes commerciales bilatérales avec des pays-tiers, si le Royaume-Uni sort bien de l'union douanière avec l'UE) ; de leur point de vue, l'accord maintiendrait le pays dans le marché unique, le contraignant à en adopter les règles et normes tout en le privant de sa voix au sein des organes de décision (comme c'est le cas pour la Norvège). De son côté, l'UE pourrait éprouver des difficultés à accepter des dispositions de libre-échange étendues dans le secteur des services financiers si des restrictions, même minimales, étaient imposées à la libre circulation des personnes.

2. **Scénario intermédiaire de relations commerciales, associant libre-échange des marchandises et accords sectoriels de passeportage des services (avec au total un accès plus limité que celui de la Suisse au marché des services financiers de l'UE). *Probabilité 50 %.***

Cet accès plus limité serait le prix à payer par le Royaume-Uni pour compenser l'imposition de restrictions importantes à la liberté de circulation des personnes, la possibilité de faire diverger davantage sa réglementation et le paiement de contributions plus réduites au budget de l'UE (comme proposé récemment, ces dernières pourraient respecter un principe de « paiement contre accès au marché »). Ce scénario ne serait certes pas dans l'intérêt du Royaume-Uni à court et moyen termes ; il satisferait toutefois les partisans du Brexit sans créer d'« aléa moral » au sein de l'UE (sans inciter les autres pays-membres à se retirer de l'Union). En revanche, il se heurterait vraisemblablement à l'opposition tant des partisans du « remain », majoritaires au Parlement, que des milieux d'affaires.

“ Le plus probable est un accord de libre-échange des biens, mais davantage de restrictions concernant les services.”

3. Le « hard Brexit » (une relation gérée selon les règles de l'OMC assortie d'un accès très limité voire inexistant au marché des services financiers de l'UE). **Probabilité 15 %.**

Conséquence d'un échec des négociations), ce scénario constituerait un choc majeur pour l'économie du Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, nuirait également aux économies de la zone euro.

4. Abandon du Brexit. **Probabilité 10 %.**

L'abandon du Brexit et le maintien du Royaume-Uni dans l'UE présupposent probablement, selon nous, des élections anticipées au Royaume-Uni donnant la victoire au Parti travailliste (ou à une coalition dirigée par ce Parti et incluant le SNP) et l'organisation d'un nouveau référendum (sachant que cette option est pour l'instant rejetée par les travaillistes) avant le mois de mai 2019. Notons pourtant qu'il existe également une probabilité, certes très faible, que le Royaume-Uni demande le report de sa sortie (possibilité prévue dans l'article 50 sous réserve de l'accord des membres de l'UE à l'unanimité) ou même annule l'activation de l'article 50 (bien que les modalités de cette annulation restent juridiquement peu claires), ce qui pourrait lui laisser une marge de manœuvre pour éventuellement renoncer, à terme, au Brexit.

Contexte macroéconomique

Évaluer concrètement l'effet des différentes issues possibles du Brexit sur l'économie britannique n'est pas aisé. Cependant, il est clair que l'évolution de la livre sterling jouera un rôle majeur. Dans notre scénario de base (numéroté scénario 2 au chapitre précédent), le libre-échange finira par s'imposer pour les marchandises mais les services bénéficieront uniquement d'un droit de « passeportage » limité ; cela devrait engendrer une montée de l'incertitude à partir du S2 2018 et surtout en 2019, lorsqu'il apparaîtra clairement que les services financiers ne pourront plus être proposés à toute l'Europe à partir du Royaume-Uni aussi librement qu'avant. Cette incertitude devrait à nouveau accentuer les pressions baissières sur la livre qui s'accompagneront (sans lien causal, ces deux tendances étant déclenchées par la montée de l'incertitude) d'une baisse de l'investissement, tant du côté des entreprises que de celui de l'immobilier. Ce ralentissement mettra un coup de frein à l'expansion économique qui devrait se maintenir autour de son rythme actuel, la faiblesse de la livre conduisant à une hausse des exportations et une contribution plus importante du solde commercial à la croissance. Dans ce scénario, le taux d'inflation pourrait avoisiner 3,0 % au S1 2018 avant de redescendre légèrement, fluctuant autour de 2,6 % ensuite.

Tableau 2 : scénario de base (2)

ROYAUME-UNI PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES PIB ET COMPOSANTES	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
	% var. ann					
PIB	3,1	2,3	1,9	1,8	1,6	1,7
PIB ToT						
Consommation des ménages	2,1	2,6	2,9	1,4	1,7	1,6
Consommation publique	2,5	0,6	0,8	0,4	1,3	1,6
Investissement fixe	7,1	2,8	1,8	2,9	-0,1	1,5
Investissement des entreprises	5,1	3,7	-0,5	0,7	2,3	2,1
Exportations	2,7	5,0	2,3	6,2	2,8	2,8
Importations	4,5	5,1	4,8	2,8	1,3	2,6
CONTRIBUTIONS A LA CROISSANCE DU PIB						
Exportations nettes	-0,5	-0,1	-0,8	0,9	0,4	0,0
Variation des stocks	0,2	0,3	0,1	-0,5	-0,2	0,1
TENDANCES ÉCONOMIQUES						
	% var. ann					
Indice des prix à la consommation	1,5	0,0	0,7	2,7	2,8	2,6

Source : Recherche Amundi

Dans le cas de notre deuxième scénario le plus vraisemblable (numéroté scénario 1 au chapitre précédent) qui table sur le maintien de l'accès du Royaume-Uni au marché unique sur le volet des services également, l'incertitude s'apaisera graduellement et la livre s'appréciera, particulièrement en 2018. Dans ce contexte, les investissements devraient progresser mais les importations devraient également croître. La croissance devrait gagner en vigueur dès le S2 2018 (1,8 % sur l'année, contre 1,6 % dans le scénario de base) et devrait retrouver son rythme de 2,0 % en 2019. Dans ce scénario, le taux d'inflation devrait se stabiliser à un niveau légèrement plus élevé (évoluant autour de 2,8 % au S2 2018) avant de chuter rapidement en 2019 pour se rapprocher de la cible fixée par la Banque d'Angleterre (à 2,2 % au T4 2019).

Table 3 : Scénario alternatif (soft Brexit)

ROYAUME-UNI PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES PIB ET COMPOSANTES	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
	% var. ann					
PIB	3,1	2,3	1,9	1,8	1,8	2,0
PIB ToT						
Consommation des ménages	2,1	2,6	2,9	1,4	1,9	2,2
Consommation publique	2,5	0,6	0,8	0,4	1,3	1,6
Investissement fixe	7,1	2,8	1,8	3,0	0,6	2,0
Investissement des entreprises	5,1	3,7	-0,5	0,9	4,6	3,2
Exportations	2,7	5,0	2,3	6,2	2,3	1,5
Importations	4,5	5,1	4,8	2,8	1,0	2,8
CONTRIBUTIONS A LA CROISSANCE DU PIB						
Exportations nettes	-0,5	-0,1	-0,8	0,9	0,3	-0,4
Variation des stocks	0,2	0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,3
TENDANCES ÉCONOMIQUES						
	% var. ann					
Indice des prix à la consommation	1,5	0,0	0,7	2,7	3,0	2,3

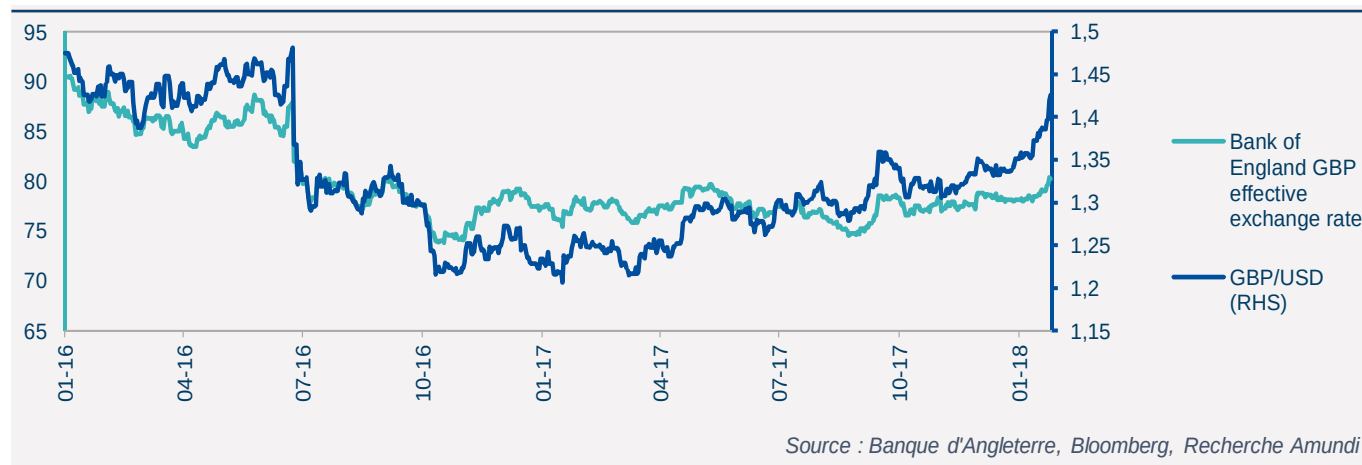
Source : Recherche Amundi

Comment la livre a-t-elle évolué jusqu'ici ?

Les facteurs politiques ont été les principaux déterminants de l'évolution de la livre ces deux dernières années. Dès le début 2016, la Banque d'Angleterre voyait déjà dans la montée des incertitudes entourant le Brexit le principal élément expliquant la dépréciation de la devise. Depuis le référendum, la livre fluctue clairement au gré de l'actualité politique, car la décision de quitter l'Union européenne implique (en théorie tout au moins) que des évolutions structurelles majeures se profilent sur le front de l'économie. Depuis, le Royaume-Uni évolue dans un monde empreint d'incertitudes et, comme nous l'avons montré précédemment, les perspectives sont encore loin d'être claires. La monnaie réagit donc en conséquence.

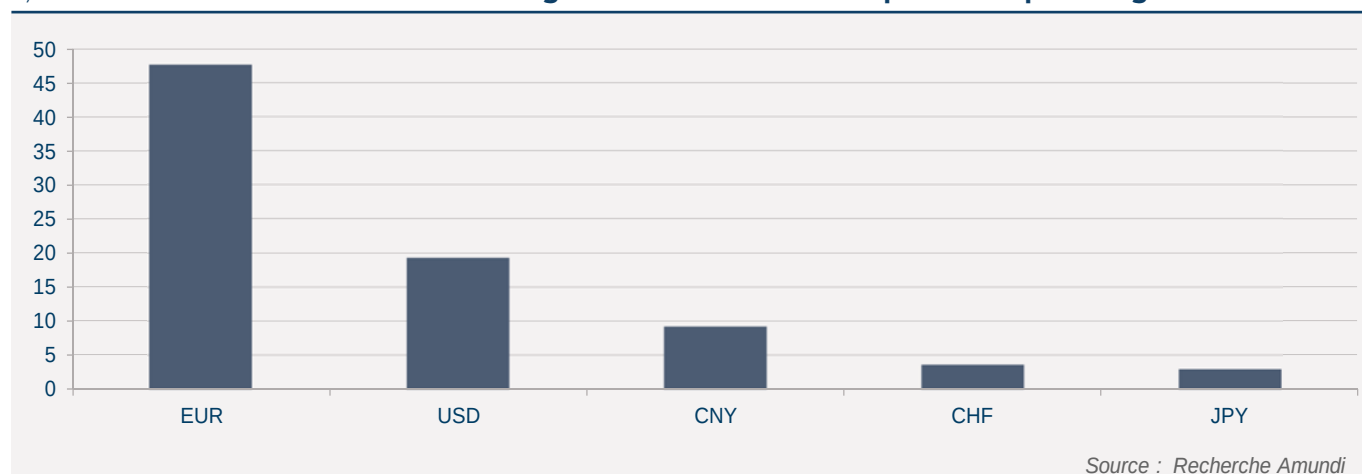
Nous avons identifié quatre événements majeurs ayant eu de fortes implications pour la livre : i) le référendum portant sur le Brexit lui-même, ii) l'annonce par Theresa May qu'elle activerait l'Article 50 « avant mars 2017 », iii) la hausse des taux directeurs de la Banque d'Angleterre et iv) le regain d'optimisme au sujet d'un accord transitoire avec l'UE. Si les deux premiers événements sont survenus en 2016 et ont renforcé les inquiétudes concernant l'avenir du Royaume-Uni (la monnaie a cédé 17 % face au dollar cette année-là), les deux derniers se sont produits vers la fin 2017 et ont soutenu la livre, qui a gagné près de 10 % face au dollar au total sur l'année. Si les risques politiques implicites ont bel et bien reculé dernièrement, une certaine prudence reste de mise : nous constatons une relative stabilité de la parité EUR/GBP. La spectaculaire appréciation de la devise britannique face au dollar observée fin 2017 doit donc pour l'essentiel être mise sur le compte de la faiblesse du dollar.

1/ La parité GBPUSD a progressé plus que le taux de change effectif de la livre en raison de la faiblesse du dollar



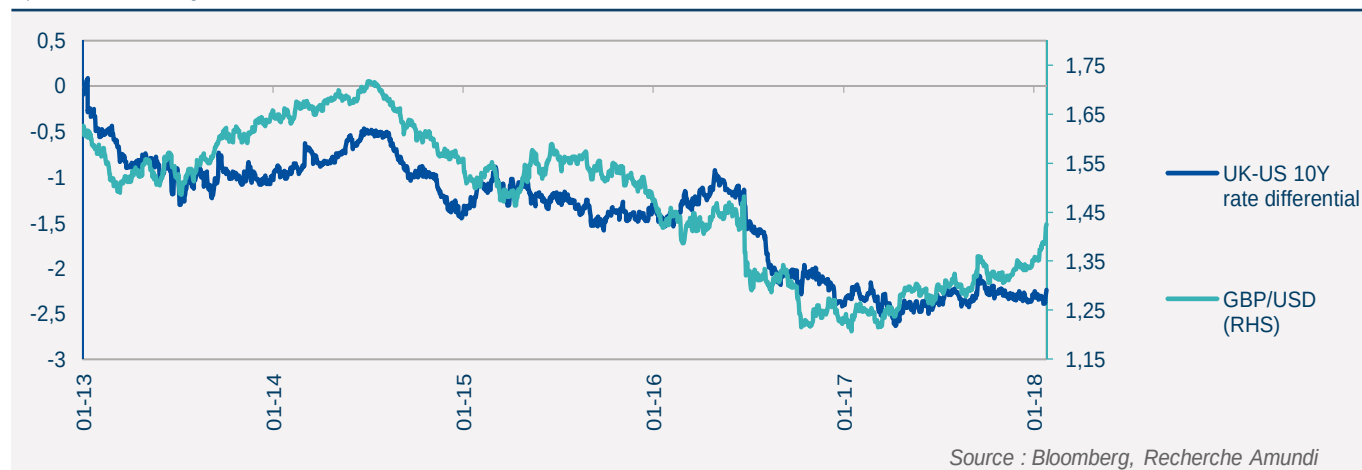
Notons que dans le taux de change effectif de la livre sterling suivi par la Banque d'Angleterre, l'euro est de loin la devise la plus importante avec un poids de 45,4 %, suivi par le dollar et le renminbi chinois qui pèsent respectivement 18,5 % et 8,7 %.

2/ Poids des devises dans le taux de change effectif de la livre suivi par la Banque d'Angleterre



Le différentiel de taux d'intérêt 10 ans plaiderait plutôt pour un affaiblissement de la livre face au dollar. Nous avons déjà observé ce type de déconnexion mi-2016, avant que le taux de change et les taux d'intérêt ne convergent de nouveau par la suite.

3/ Parité GBP/USD contre différentiel de taux 10 ans



L'impact du futur accord commercial sur la livre sterling

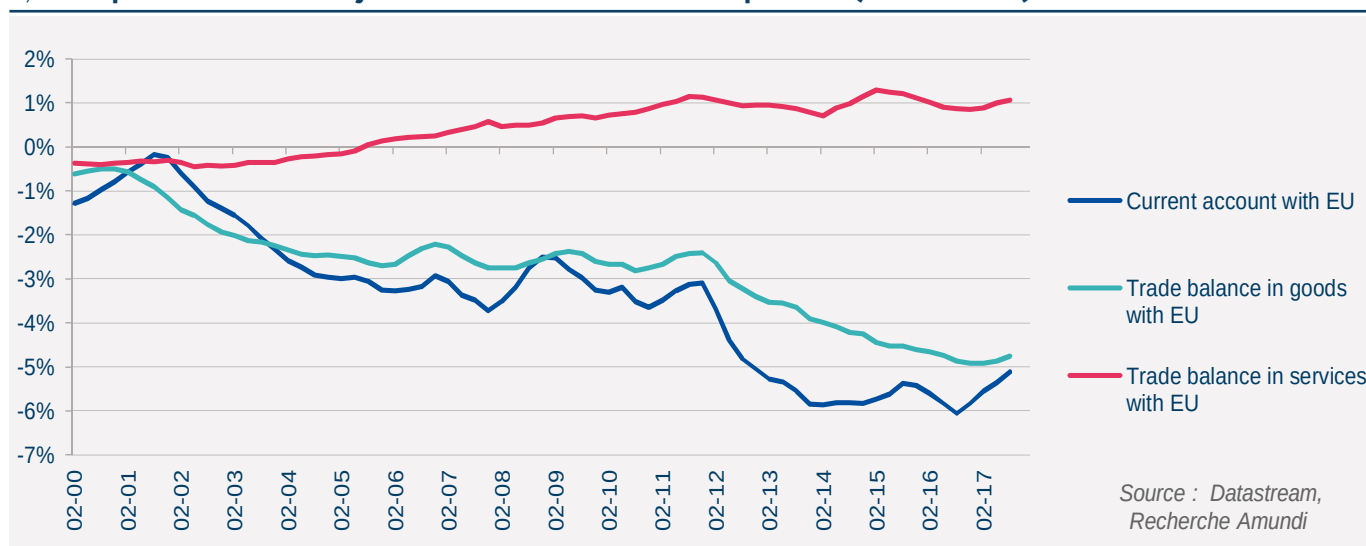
Rappelons que les discussions n'en sont qu'à leurs prémices et gardons à l'esprit que les négociations d'accords commerciaux sont toujours des processus longs et délicats. Comme l'a indiqué en décembre 2016 Ian McCafferty, membre externe du Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre, « *en règle générale, les accords dans le cadre de négociations commerciales sont conclus au tout dernier moment, et celles relatives à la sortie du Royaume-Uni de l'UE ne devraient pas s'affranchir de cette tendance. Par conséquent, compte tenu de la multitude des issues possibles, le niveau d'incertitude va rester probablement élevé pendant très longtemps* ». Dès lors, l'incertitude reste élevée et nous ne pouvons exclure aucun scénario aujourd'hui, même si celui d'un Brexit « hard » nous semble bien moins vraisemblable. Dans un tel contexte, la future évolution de la livre restera semée d'incertitudes.

Prenons par exemple nos scénarios les plus probables (le premier, tablant sur une quasi-appartenance à l'EEE et le deuxième, le scénario intermédiaire, associant liberté de circulation des marchandises et passeport européen très limité sur les services financiers) : les conséquences dans les deux cas seraient très différentes.

Notre **scénario de base** (scénario 2 ci-dessus) dessine des « *relations commerciales intermédiaires, associant liberté de circulation des marchandises et passeport européen très limité sur les services financiers (plus limité que celui de la Suisse)* ». Dans ce scénario, le risque d'une dépréciation de la livre serait élevé. En effet, si cette hypothèse se matérialisait, **la livre devrait, selon nos anticipations, s'inscrire en baisse face au dollar, à 1,30 (parité GBP/USD), et encore davantage face à l'euro, à près de 0,95 (parité EUR/GBP)**. Depuis quelques années, le Royaume-Uni affiche un déficit chronique important de sa balance courante. Celui-ci a dû être financé par des entrées de capitaux qui, selon les propos de Mark Carney, placent le pays dans une situation de dépendance à la « *bienveillance des étrangers* ». Les chiffres récents témoignent même d'un creusement du déficit de la balance des paiements, certaines sources importantes de financement, telles que l'investissement direct et les flux de portefeuilles, se tarissant. Dans un monde caractérisé par d'importants déséquilibres, cette situation ne constitue pas en elle-même une difficulté majeure, mais la persistance de déficits importants place le pays en situation de vulnérabilité si la dégradation de la conjoncture de marché devait entraîner une interruption brutale des flux de capitaux. L'excédent commercial britannique dans le secteur des services financiers contribuait largement à compenser l'important déficit commercial pour les biens, ainsi qu'en témoigne notamment l'évolution de sa balance courante avec les pays de l'UE. Une forte limitation de l'accès au passeport européen sur les services financiers pourrait donc encore un peu plus creuser le déficit de la balance courante, ce qui pèserait sur la livre.

“ Nous ne pouvons exclure aucun scénario... La future évolution de la livre restera semée d'incertitudes.”

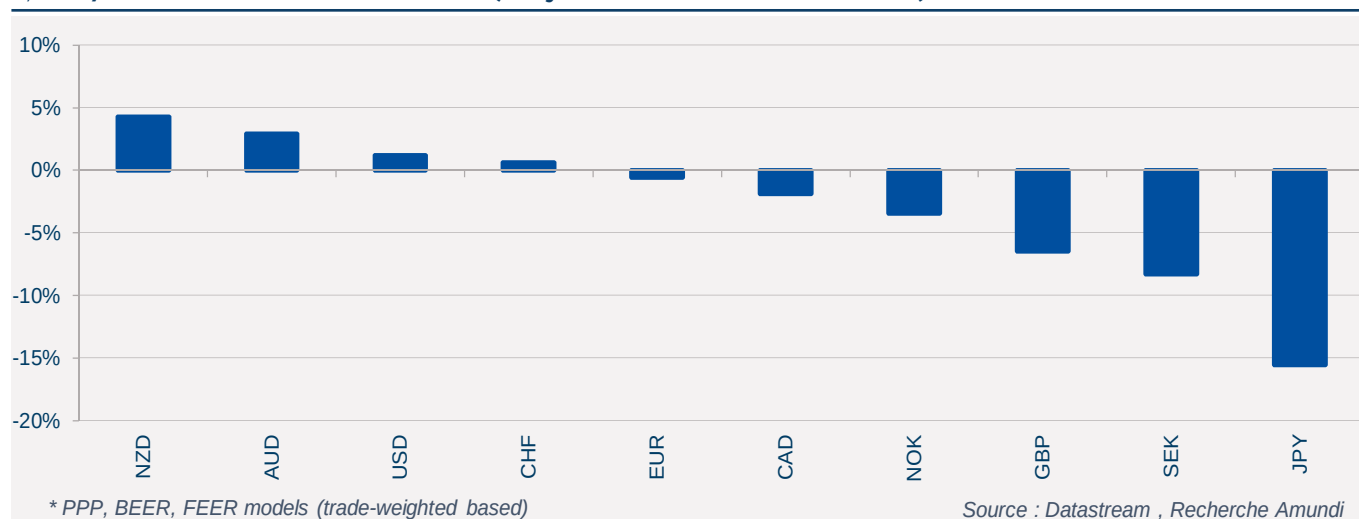
4/ Compte courant du Royaume-Uni avec l'Union européenne (en % du PIB)



Notre **deuxième scénario le plus probable (le scénario 1 ci-dessus)** est bâti sur une hypothèse de *quasi-appartenance à l'Espace Économique Européen (qui maintient l'accès au marché unique européen, à quelques exceptions près, notamment dans le domaine des services financiers et prévoit des restrictions très mineures à la liberté de circulation. Probabilité de 25 %)*; cela s'apparenterait à un « soft Brexit » et serait plus favorable pour la livre que notre scénario de base. Dans une telle éventualité, les marchés devraient, selon nous, à nouveau valoriser la livre sur la base de ses fondamentaux, et beaucoup moins en fonction de facteurs politiques. La livre pourrait donc renouer progressivement avec sa **valeur d'équilibre, proche de 1,52 pour la parité GBP/USD** (niveau observé pour la dernière fois en 2015).

Sur le front de la valorisation, nos modèles indiquent que la livre est certes bon marché mais qu'elle n'est pas la moins chère parmi les devises développées. Ainsi, parmi les économies du G10, des devises telles que la couronne suédoise (SEK) ou le yen japonais (JPY) qui affichent des fondamentaux économiques plus favorables et des risques politiques à court terme plus modérés sont bien plus sous-évaluées. En outre, compte tenu du positionnement de marché d'aujourd'hui, nous observons un risque marqué de liquidation des positions longues sur la livre, dès lors que les négociations commerciales des mois à venir se révéleraient trop ardues.

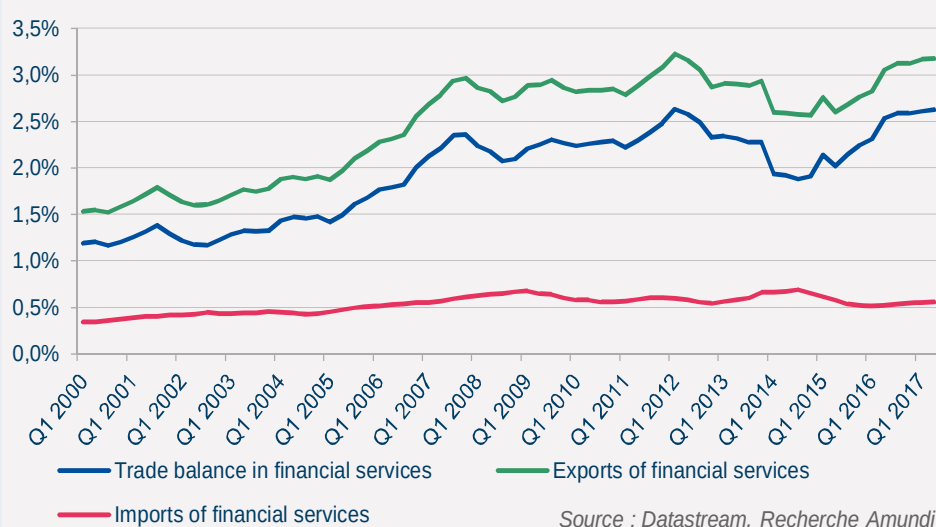
5/ Sur/sous-évaluation des devises (moyenne des modèles Amundi)



Il ne faut toutefois pas écarter un scénario alternatif pour la livre qui pourrait se réaliser si le Royaume-Uni et l'UE échouaient à trouver un compromis politique sur les grandes orientations de l'accord d'ici octobre 2018. Dans cette hypothèse, la fenêtre prévue pour définir les orientations de l'accord pourrait être étendue et les marchés interprèteraient cette prolongation comme une poursuite du statu quo, ce qui serait un facteur de soutien à court-terme pour la devise. Il faut noter que dans ce cas, il ne s'agirait pas d'une absence d'accord mais simplement d'une situation dans laquelle l'échéance d'octobre 2018 serait repoussée pour laisser plus de temps aux négociations sur l'accord politique d'aboutir.

L'influence du secteur financier

TheCityUK, lobby établi au Royaume-Uni qui représente l'industrie des services financiers et les services spécialisés associés, explique dans une publication de mars 2016 que « les services spécialisés financiers et associés établis au Royaume-Uni ont contribué à hauteur de 12 % au PIB britannique en 2014. L'industrie des services financiers et les services professionnels associés au Royaume-Uni ont généré un excédent commercial de 72 milliards de livres en 2014 qui représente à lui seul 4 % du PIB environ. L'excédent commercial de ce secteur est supérieur à l'excédent cumulé de toutes les industries nettes exportatrices du Royaume-Uni. Il permet de combler en partie l'important déficit des échanges sur les marchandises qui dépasse les 120 milliards de livres.



Les sociétés étrangères ont investi plus de 100 milliards de livres dans le secteur des services financiers britanniques depuis 2007, soit près d'un tiers de la totalité des investissements directs à l'étranger (IDE). Les services financiers attirent davantage d'IDE que n'importe quel autre secteur. »

Le graphique présenté ici montre clairement qu'après l'introduction de l'euro en 1999, la part des exportations de services financiers a progressé vigoureusement et de manière exponentielle entre 2003 et la Grande crise financière. Après la crise, leur rythme de progression s'est globalement stabilisé avant, semble-t-il, de renouer avec une trajectoire de croissance soutenue depuis deux ou trois ans.

Que faut-il attendre de la Banque d'Angleterre et des taux ?

Au cours du Forum économique mondial de Davos de cette année, Mark Carney, gouverneur de la Banque d'Angleterre, a fait remarquer que le Royaume-Uni se trouvait aujourd'hui dans une situation « unique », ajoutant que l'avancée progressive des négociations entre le Royaume-Uni et l'UE allait peu à peu clarifier les perspectives économiques mais également les conditions des échanges commerciaux entre le Royaume-Uni et le reste du monde. Il a indiqué également que « la combinaison de ces éléments permettra de définir les mesures de politiques monétaires adaptées ».

En s'exprimant de la sorte, M. Carney a surtout voulu rappeler l'un des principaux messages de la Banque d'Angleterre depuis le référendum du Brexit : les conséquences de la décision prise par le Royaume-Uni de se retirer de l'Union Européenne sont devenues le principal déterminant des perspectives économiques.

Les négociations du Brexit seront certes déterminantes pour l'avenir de l'économie mais donc aussi pour la trajectoire de sa devise. M. Carney sait également que même si son pouvoir de contrôle sur ces événements reste très limité, il ne peut pas rester les bras croisés. Mais que doit donc faire la banque centrale dans des circonstances aussi « exceptionnelles » ?

S'agissant de la Banque d'Angleterre, les interventions récentes des membres du Comité de Politique Monétaire nous donnent des éléments de réponse. Il est particulièrement intéressant de noter que M. Jon Cunliffe et M. Ben Broadbent, qui se sont respectivement prononcés contre et en faveur d'un relèvement du taux directeur au cours du Comité de politique monétaire de novembre, ont tous les deux souligné que, dans une telle période d'incertitude, la meilleure approche était de prendre en compte les données économiques publiées puisque *« le Comité de politique monétaire ne peut prévoir l'issue du processus ni la manière dont celle-ci sera évaluée au regard des diverses attentes des ménages, des entreprises et des marchés financiers et des interactions entre ces différents acteurs »*.¹ Les propos de M. Broadbent résument sans doute bien la situation : *« Pour céder à la métaphore sportive, en économie comme au football, les matchs se jouent les uns après les autres. »*²

Tout porte à croire qu'il s'agit d'une opinion largement partagée au sein du Comité. Il est possible qu'après avoir modifié radicalement à plusieurs reprises son évaluation des effets probables du Brexit sur l'économie et avoir été prise plusieurs fois à contre-pied (cf. par ex., Drut, B et Fortes, R. 2017 *How the Bank of England sees the Brexit*, [Comment la Banque d'Angleterre perçoit le Brexit]), la Banque d'Angleterre ait décidé d'agir sur la base des informations les plus pertinentes à sa disposition aujourd'hui : les statistiques économiques publiées. C'est semble-t-il ce qu'il s'est produit lorsque la Banque d'Angleterre a annoncé en septembre son intention de relever ses taux directeurs (prenant les marchés au dépourvu), chose qu'elle a faite en novembre en dépit de la persistance des incertitudes politiques. C'est après avoir constaté i) que l'inflation était élevée (3,1 % en novembre) et que ii) *« la demande allait continuer à progresser à un rythme légèrement supérieur à son potentiel, renforçant graduellement les pressions inflationnistes liées à la demande domestique »*, que la Banque d'Angleterre a décidé de relever ses taux d'intérêt pour la première fois depuis dix ans.

Cela dit, les taux courts sont restés stables lors de la hausse de taux, influencés par la communication « accommodante » du Comité de Politique Monétaire : en effet, après avoir grimpé en septembre, les taux courts sont restés sous 0,50 % (le nouveau niveau du taux directeur) en novembre. L'intervention de la Banque d'Angleterre en novembre a été perçue comme « une intervention unique ». Il a fallu attendre un regain d'optimisme vis-à-vis du processus de Brexit pour que le taux 2 ans repasse à nouveau au-dessus du taux directeur, soutenu par la communication plus *hawkish* lors de la réunion du 8 février et la publication du nouveau rapport sur l'inflation ont redonné un coup de fouet au taux 2 ans.

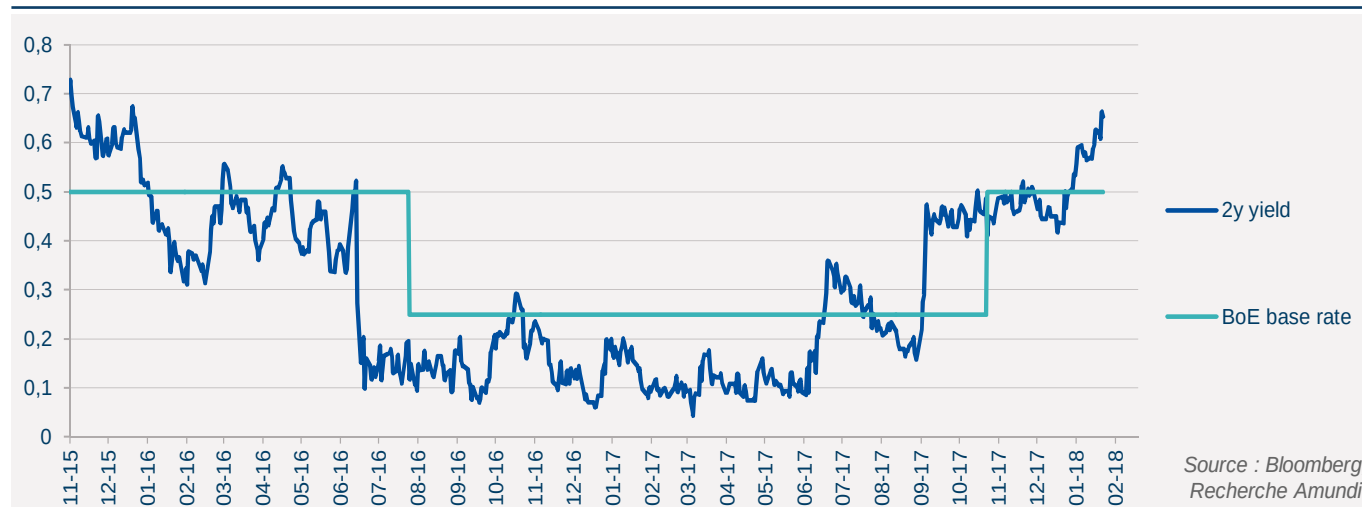
En mentionnant que l'inflation allait désormais être influencée par des pressions inflationnistes domestiques (jusqu'en décembre, la BoE indiquait que l'inflation avait été élevée principalement en raison des prix du pétrole et de la dépréciation de la livre) dans un contexte de (i) d'excès d'offre « très limité » sur le marché du travail (ii) avec une croissance de la demande supérieure au potentiel, la BoE déclare que *« la politique monétaire devrait être resserrée un peu plus tôt et de manière plus importante au cours de la période de prévision que prévu lors du rapport de novembre, afin de ramener l'inflation durablement à la cible »*. La BoE s'est clairement recentrée à nouveau sur l'inflation – le gouverneur Mark Carney avait déjà donné ce signal récemment lorsqu'il avait déclaré aux membres de la Chambre des Lords : *« nous passons à une politique monétaire plus conventionnelle, où l'accent est de plus en plus de ramener durablement l'inflation à un horizon approprié. »* **Nous prévoyons que la BoE augmentera ses taux d'intérêt en 2018, probablement en mai.**

“ La BoE s'est clairement recentrée à nouveau sur l'inflation... Nous prévoyons que la BoE augmentera ses taux d'intérêt en 2018, probablement en mai.”

¹ Cf. *The Phillips curve: lower, flatter or in hiding?* [La courbe de Phillips: aplatissement, pénétration ou dissimulation?], 14 novembre 2017.

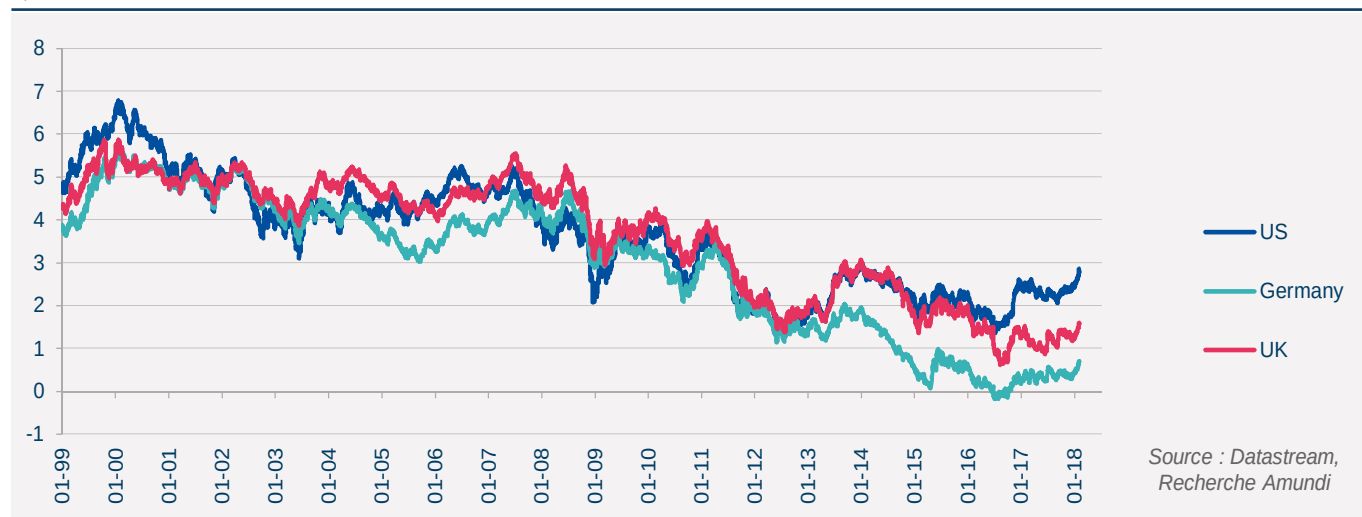
² Cf. *Brexit and interest rates* [Brexit et taux d'intérêt], 15 novembre 2017.

6/ Royaume-Uni : taux directeur et taux 2 ans



Depuis des décennies, les taux longs britanniques ont été arrimés à leurs homologues américains et ils ne s'en sont écartés qu'après le vote du Brexit. Le taux 10 ans britannique a rarement été autant en deçà du taux 10 ans américain. Il se situe désormais à un niveau intermédiaire par rapport à ceux de l'Allemagne et des États-Unis. La baisse des rendements à long terme au Royaume-Uni est principalement liée à des perspectives de croissance économique plus faibles au Royaume-Uni en raison du Brexit. Notre scénario de base table sur une légère hausse des taux à long terme au Royaume-Uni mais n'anticipe toutefois pas qu'ils convergent à nouveau vers les taux américains.

7/ Taux 10 ans



Notons qu'avant la Grande récession, le taux d'intérêt neutre nominal au Royaume-Uni était considéré comme plutôt élevé : comme l'a expliqué en septembre 2017 Gertjan Vlieghe, l'un des membres du Comité de politique monétaire, ce taux ressortait à 5 % avant la crise (3 % pour les taux réels + 2 % de cible d'inflation) avant de plonger ensuite. Avant le référendum sur le Brexit, les économistes de la Banque d'Angleterre (cf. *An estimate of the UK's natural rate of interest*, [Estimation du taux d'intérêt naturel au Royaume-Uni], 2015) ont estimé la valeur du taux d'intérêt réel neutre britannique à approximativement 0 %. Il a probablement encore chuté après le vote en faveur du Brexit, la croissance économique ayant marqué le pas et les participants de marché ayant probablement revu à la baisse leurs estimations de croissance au Royaume-Uni. Sur la base d'une hypothèse (nécessairement arbitraire) de taux réel naturel

à 0 %, le taux établi aujourd'hui par la Banque d'Angleterre reste clairement en deçà de ce niveau et la politique monétaire demeure accommodante. Les membres du Comité de Politique Monétaire doivent prendre en considération deux forces opposées : le « *risque qu'à un certain stade, l'incertitude planant sur le processus de sortie de l'UE ne crée des perturbations économiques plus sévères que celles observées jusqu'à présent* » et le fait que « *les freins à l'activité se desserrent progressivement et la pression salariale s'intensifie doucement* ».

De notre point de vue, la Banque d'Angleterre va néanmoins se trouver dans la position difficile de devoir affronter, d'une part, un taux d'inflation qui devrait selon nous se maintenir au-dessus de sa cible en 2018 et, d'autre part, un rythme de croissance économique qui, même s'il est attendu nettement en deçà de celui de la zone euro, ne donne pas de signe de ralentissement sévère. Bien que l'incertitude liée au Brexit puisse être un élément susceptible de dissuader la Banque centrale de s'orienter vers un durcissement de ses conditions financières, celle-ci estime que « *le déblocage progressif des freins à la croissance depuis environ un an a réduit la durée pendant laquelle le Comité de politique monétaire serait prêt à accepter une période prolongée d'inflation supérieure à la cible.* » Les niveaux de taux demeurant très bas au Royaume-Uni, elle pourrait être encouragée à poursuivre sur la voie de la normalisation, dès lors que le scénario du Brexit ne s'oriente pas vers une version dure et que la croissance reste correcte.

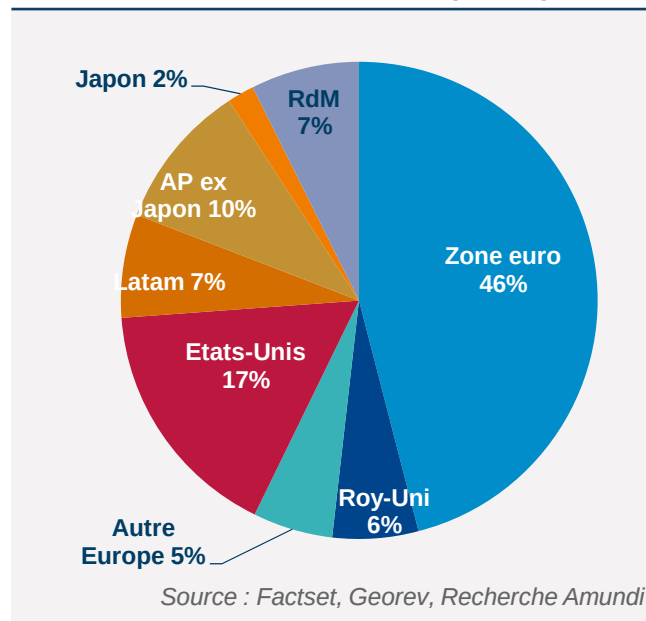
Impact sur le marché britannique des actions

Trois remarques sur les actions :

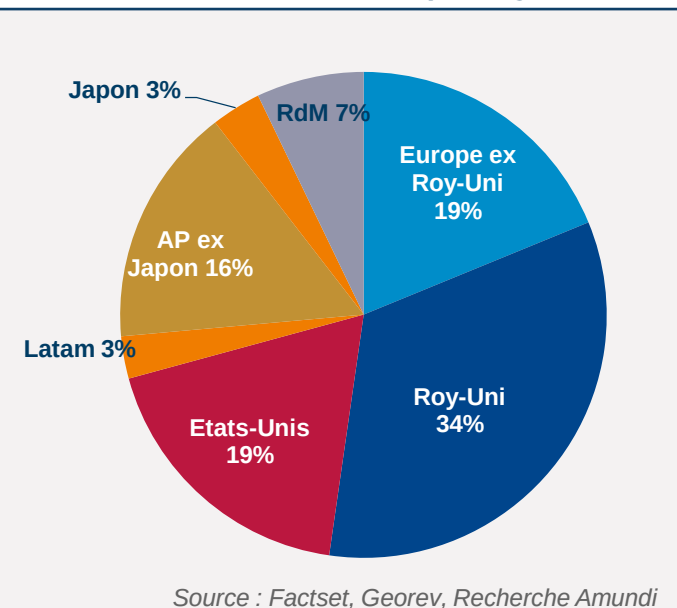
- la question du Brexit est loin d'être nouvelle et les marchés ont déjà en partie digéré l'événement qui n'est en outre pas de nature systémique ;
- les répercussions seront plus problématiques pour le Royaume-Uni que pour la zone euro (les ventes au marché britannique représentent exactement 6 % du total des échanges des entreprises de l'indice MSCI EMU) ;
- la livre sera le principal vecteur d'influence sur le marché britannique. Sur ce point, la sensibilité des deux scénarios aux fluctuations de la devise (+ ou – 10 % sur la parité GBP/USD, surnommée le « câble ») n'est inférieure que de plus ou moins 6 % à la volatilité habituelle du marché (le détail des calculs de juste valeur figure ci-après).

La question du Brexit ne devrait selon nous pas changer la donne au niveau de notre position actuelle sur le Royaume-Uni que nous sous-pondérons par rapport à l'UEM. Le consensus IBES table désormais sur une croissance de +7 % des bénéfices par action (BPA) en 2018 et 2019, contre +9 % au sein de la zone euro, ce qui semble réaliste. Si, au regard de leurs PER et PBV (*price-to-book value*), les titres de l'indice MSCI World se négocient au-delà d'un écart-type en dessous de leur moyenne à dix ans, nous considérons qu'une prime de risque se justifie du fait d'une croissance potentielle plus faible et des incertitudes liées au Brexit. L'argument en faveur des actions britanniques n'est donc pas suffisamment solide pour justifier une orientation positive sur ces actifs. En outre, un risque de remise en question du Brexit plus élevé que celui évalué ci-dessus renforcerait encore la livre et pèserait sur les actions britanniques.

8/ MSCI EMU : Chiffre d'affaires par région



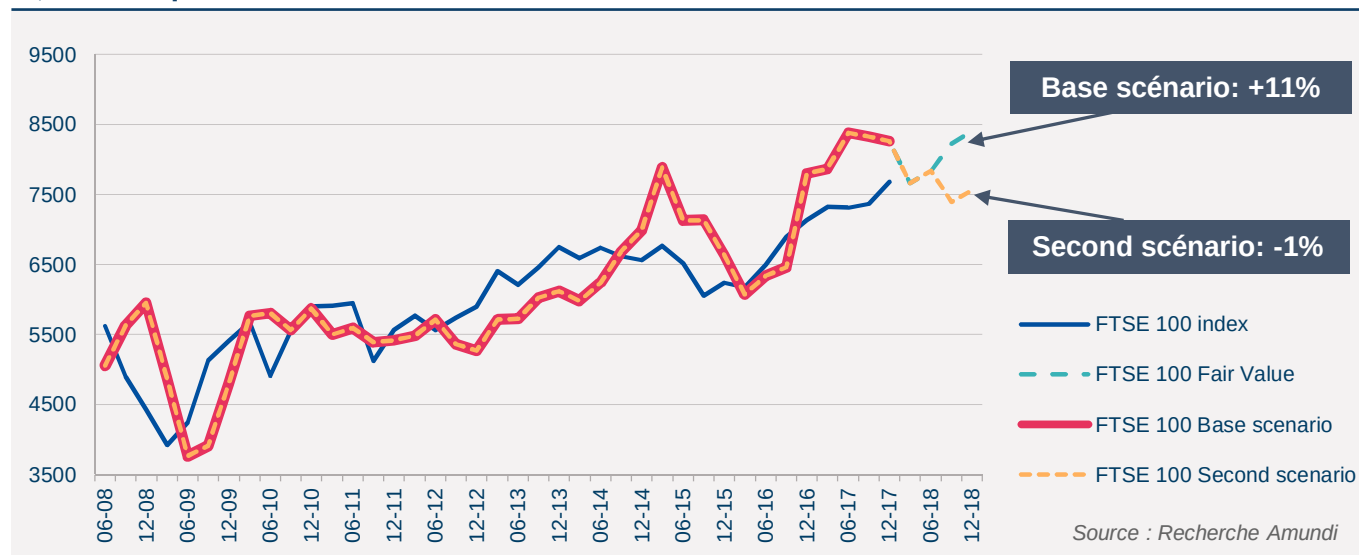
9/ MSCI UK : Chiffre d'affaires par région



Analyses de la juste valeur sur la base de deux scénarios de stress appliqués à la livre sterling

L'indice Ftse 100 est très sensible aux variations du câble (élasticité à -60 %). Les modélisations de la juste valeur permettent de déterminer les valorisations dans deux trajectoires différentes du cours de la livre : un scénario de base fondé sur une dépréciation à 1,35 et un second faisant l'hypothèse d'une appréciation à 1,52.

10/ Prix d'équilibre du FTSE100



Le scénario de base indique qu'un potentiel de progression subsiste, les niveaux de valorisation actuels n'intégrant pas encore les anticipations de bénéfices, le contexte général sur les taux et les fluctuations du GBP.

Dans le second scénario le plus probable, le contexte global et l'appréciation de la livre créeraient des conditions moins favorables, grignotant la hausse du marché, même si une phase de consolidation, certes plus volatile, semble plus probable qu'une forte correction. Ces conclusions nous confortent dans l'idée que les niveaux de cours actuels ont déjà pris en compte les incertitudes du Brexit et ne devraient pas, à ce stade, nous inciter à changer radicalement notre vision globale.

Scénario de base						
FTSE 100			Mar-18E*	Jun-18E*	Sep-18E*	Jun-18E*
Niveau actuel	31-janv-18	7593				
Fair Value			7668	7841	8227	8414
Potentiel à partir du niveau actuel			1 %	3 %	8 %	11 %
Facteurs expliquant la Fair value du FTSE 100						
BNPA*			354	372	390	410
Rendement souverain 10 ans			1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
CROISSANCE DU PIB (TRIM ANN. %)**			1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
CHÔMAGE**			4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
IPC ANN. (%)**			2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
PRIX DU PÉTROLE**			1,35	1,35	1,3	1,3

* À partir de prévisions internes en date du 31 janv. 2018

** À partir de prévisions internes en date du 31 janv. 2018

Scénario alternatif						
FTSE 100			Mar-18E*	Jun-18E*	Sep-18E*	Jun-18E*
Niveau actuel	31-janv-18	7593				
Fair Value			7668	7841	7396	7564
Potentiel à partir du niveau actuel			1 %	3 %	-3 %	-1 %
Facteurs expliquant la Fair value du FTSE 100						
BNPA*			354	372	390	410
RENDEMENT SOUVERAIN 10 ANS			1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
CROISSANCE DU PIB (TRIM ANN. %)**			1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
CHÔMAGE**			4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
IPC ANN. (%)**			2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
PRIX DU PÉTROLE**			1,35	1,35	1,52	1,52

* À partir de prévisions internes en date du 31 janv. 2018

** À partir de prévisions internes en date du 31 janv. 2018

NOTES

[illegible]

[illegible]

NOTES

[illegible]

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

Février 2018 | Thematic paper

Avertissement

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 1086262605 € — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 — Siège social: 90 boulevard Pasteur — 75015 Paris — France — 437574452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images — extravagantni

Rédacteur en chef

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

Conception et support

Berger Pia, Recherche, Stratégie et Analyse

Poncet Benoit, Recherche, Stratégie et Analyse

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise sur le site:

research-center.amundi.com

Amundi
ASSET MANAGEMENT