

# Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Evolution des marchés mondiaux et portefeuilles multi-actifs

19 novembre 2018

AUTEUR



**Stephen Macklow-Smith**  
Gérant de portefeuilles et Stratégiste  
Actions internationales

## SYNTHESE

- La campagne en faveur du “Leave” dans le Brexit a garanti à son électorat que les avantages dont bénéficie le Royaume-Uni en qualité de base manufacturière exportatrice vers le marché unique européen, Londres demeurant en même temps sans concurrents dans les services, persisteraient sans rien concéder en retour. Il est désormais clair que l'accès au marché unique aura un coût.
- Le Premier ministre, avec sa majorité aussi étoffée qu'une feuille de papier à cigarette, a rassemblé son Cabinet derrière un accord de retrait, mais ne semble pas encore disposer du soutien du parlement sur son projet de loi et le calendrier est particulièrement serré.
- Avec un délai très court, et en estimant qu'une sortie sans accord serait dangereuse et destructive, le parlement pourrait approuver à contrecœur l'accord proposé sur le Brexit ; le projet de loi pourrait également échouer.
- En cas d'échec, le cheminement ultérieur est incertain : le parlement pourrait demander une renégociation, ou essayer de mettre en œuvre un second référendum pour mettre fin au blocage.
- La livre sterling devrait être volatile contre l'euro au fur et à mesure des événements à venir, bien qu'en définitive la devise britannique pourrait se stabiliser et rebondir sur des impressions de “soft Brexit.” S'agissant des futurs accords commerciaux et de la stratégie commerciale, ils ne sont pas couverts par les négociations en cours, de telle sorte que l'essentiel reste à venir.

## REFLEXIONS SUR LE BREXIT

*Le bulletin de cette semaine a été rédigé par notre auteur invité : Stephen Macklow-Smith (Gérant de portefeuille et Stratégiste, Actions internationales).*

*Merci de noter que le bulletin de la semaine prochaine sera publié mercredi 28 novembre en raison du congé de Thanksgiving aux États-Unis et pour coïncider avec notre publication des Perspectives trimestrielles en allocation d'actifs.*

Pour être franc concernant mon préjugé de confirmation, je n'ai jamais estimé que ce serait une bonne idée pour le Royaume-Uni de quitter l'Union européenne (UE). Depuis 40 ans, le business model du pays dans le domaine manufacturier a été basé sur sa position comme base d'exportation vers le marché unique européen, moins fiscalisée et moins réglementée. Dans les services, nous bénéficions de la position prééminente et inégalée de Londres, qui génère un important excédent des services (autour de 90 milliards de livres globalement, dont 50 milliards £ réalisés avec l'Europe).

La campagne du “Leave” a remporté le référendum, du moins en partie, en garantissant à l'électorat que ces avantages étaient en quelque sorte inviolables, en se fondant sur le fait que notre expertise dans les services financiers ne pourrait pas être dupliquée, et que notre déficit manufacturier faisait du Royaume-Uni un consommateur tellement attractif pour l'UE que nous pouvions la quitter à nos conditions, en profitant de tous les avantages du marché unique (le second ou troisième en importance dans le monde) sans concéder quoique ce soit en retour (pas de contribution au budget européen, pas de droit d'accès, pas de régulation sur les produits ou les quatre libertés essentielles du marché unique dont l'une est la liberté de circulation de sa population).

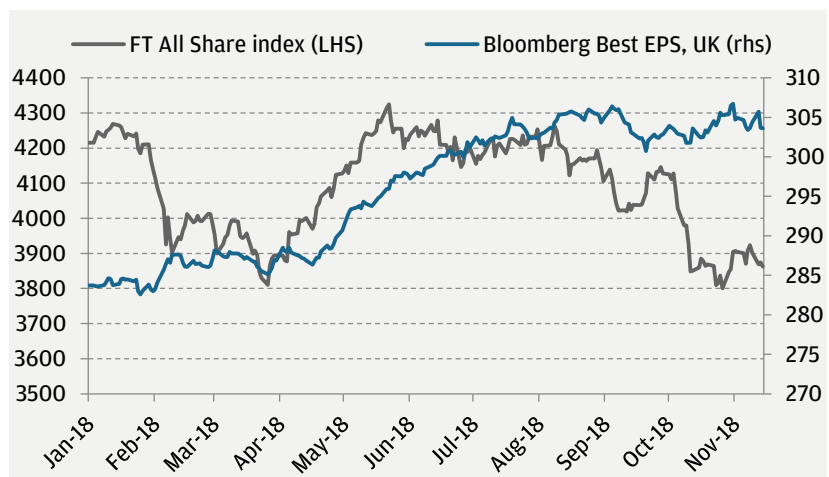
Au cours de la plus grande partie de la période qui a suivi le référendum sur le Brexit, il est juste d'affirmer que le gouvernement conservateur a négocié avec lui-même en vue de trouver une position sur laquelle il pourrait se rallier. Dans ses discussions avec l'UE, il apparaît désormais clairement que l'accès au marché unique aura un coût : il n'y aura pas de libre accès gratuit. Dans tout cela, le statut de la frontière irlandaise est un sujet particulièrement délicat dans la mesure où il s'agit de la seule frontière terrestre entre le Royaume-Uni et un pays européen et dans l'un de ces paradoxes dont la politique a le secret, le gouvernement conservateur dépend pour sa survie des votes du DUP (Democratic Unionist Party), qui voit toute tentative de traiter l'Irlande du Nord différemment du reste du Royaume-Uni comme une trahison de l'Union qui maintient l'unité du pays.

Compte tenu de ce contexte, où en sommes-nous désormais ? Après avoir réuni son Cabinet derrière une version d'accord de retrait qui a consenti une série de concessions dans le domaine réglementaire et celui de la frontière irlandaise (the Chequers Agreement), le Premier ministre Theresa May a déclaré qu'elle disposait désormais d'un accord de retrait respectant le résultat du référendum en sortant le Royaume-Uni de l'UE, en lui permettant de contrôler l'immigration, de faire face aux engagements du pays, en le soustrayant, au moins partiellement, à la juridiction de la Cour de justice européenne et en le laissant libre de négocier ses propres accords commerciaux. Le problème de Madame May est qu'elle ne semble pas avoir le soutien du parlement alors qu'elle a besoin de présenter cet accord au parlement, de recueillir son approbation ainsi que celle des chefs d'Etat de l'UE, du parlement européen et de ses états membres ce qui, avec une date limite fixée au 29 mars, rend le calendrier pour le moins particulièrement serré.

L'argument clé de May réside dans le fait que le parlement estime qu'une sortie sans accord serait une option dangereuse et destructrice et par conséquent, du fait du délai extrêmement court imparti, il n'y a pas de temps à perdre pour faire autre chose qu'approuver l'accord proposé. Il est cependant tout à fait clair que les esprits sont suffisamment déterminés pour y parvenir. Et il convient de garder à l'esprit que sa majorité est extrêmement courte et dépend de l'approbation du DUP, de telle sorte que si elle rencontre une rébellion à l'intérieur de son propre parti, il est tout à fait possible que le projet de loi pourrait être rejeté à première présentation. La suite des événements est incertaine mais, en cas d'échec, elle ne mènerait probablement pas à une élection générale.

**GRAPHIQUE 1 : LES ACTIONS ET LES BENEFICES UK ONT VU LES VALORISATIONS RECULER SPECTACULAIREMENT**

De même que les autres marchés mondiaux, celui du Royaume-Uni a reculé en octobre. Il est important de relever qu'il ne semble pas y avoir de problème concernant les bénéfices qui se sont redressés au cours de l'année, d'une façon si nette qu'une partie du risque politique a été intégré dans les cours des actions.



Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management ; données au 16 novembre 2018.

Ceci du fait que la loi imposant une motion de défiance envers le gouvernement ne doit comporter qu'un seul article, et il est peu probable que les soutiens du gouvernement ayant voté l'accord de retrait se désavouent peu après.

Il est possible que le parlement demande une renégociation, mais pour que ceci se produise, nous aurions presque certainement besoin de proroger l'article 50 (qui, dans les traités de l'UE, régit la sortie d'un pays) au delà du 29 mars (la date limite de 2019) et ceci ne pourrait probablement se faire qu'avec le consentement de nos partenaires européens qui auraient besoin de se persuader que cela conduirait à une réelle avancée. Il existe également une autre possibilité peu vraisemblable (et ici mon propre biais de confirmation est clair) : le parlement pourrait essayer de mettre en œuvre un second référendum, en se fondant sur le fait que l'électorat est le seul susceptible de sortir de l'impasse parlementaire, mais les obstacles procéduraux sont très importants. Il n'est pas exclu par ailleurs qu'un second référendum puisse accoucher d'une majorité favorable à un Brexit sans accord, ce qui signifierait un départ sans dispositions prises pour l'avenir. Les sondages d'opinion suggèrent qu'un maintien dans l'EU est légèrement majoritaire, mais ils disaient également cela avant le référendum de 2016. Plus probablement, l'accord va revenir devant le parlement avec quelques modifications mineures le temps pour les députés (MP) de reconnaître que le choix s'est restreint à l'accord de May ou à l'absence d'accord, et qu'ils le voteront à contrecœur. Nous en saurons plus lorsque émergeront les informations sur les détails de ce qui a été négocié et leur réception par les députés.

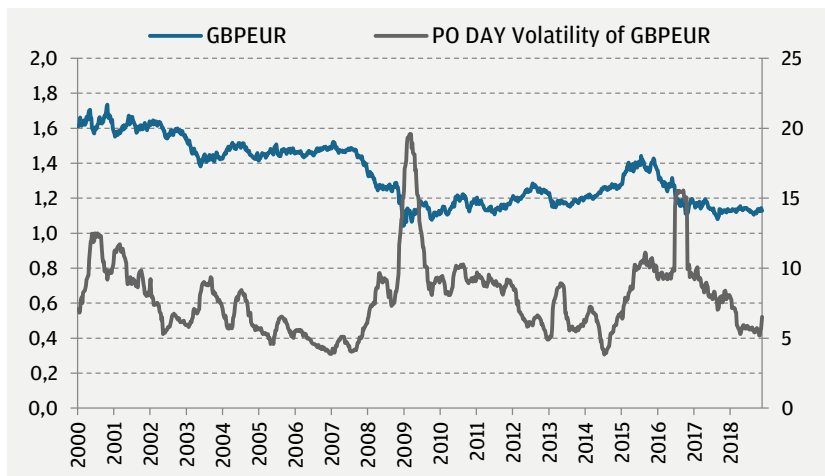
Dernier point : l'accord sur la sortie ne couvre aucun futur accord commercial, de telle sorte que, malgré toute la négociation que le pays a menée et le théâtre de son passage législatif, l'essentiel reste à venir lorsque nous passerons aux choses sérieuses des relations que le Royaume-Uni doit avoir avec son partenaire commercial le plus important et l'impact qu'il aura sur sa stratégie commerciale.

## IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Nous avons été réticents à prendre un risque sur les marchés du Royaume-Uni du fait de l'incertitude planant sur le Brexit - situation qui ne semble pas devoir se clarifier avant un certain temps. Comme cela a été relevé, les actions britanniques ont subi une désaffection et présentent des caractéristiques défensives qui devraient être attractives à ce stade du cycle conjoncturel. Dans le même temps, leur corrélation négative habituelle avec la livre sterling signifie qu'une amélioration du climat entourant le Brexit, susceptible de renforcer la devise, pourrait constituer un handicap pour les actions. A long terme cependant, nous estimons que la livre sterling aura besoin de se déprécier. Reflétant également en partie les inquiétudes suscitées par le Brexit, les rendements de l'obligation d'Etat du Royaume-Uni semblent particulièrement faibles au vu des comparaisons internationales, de telle sorte que des perspectives plus optimistes sur le Brexit nous conduiraient probablement à en souscrire. Nous considérons le Brexit comme un problème principalement local plus que mondial, mais un divorce perturbateur pourrait être un handicap pour la zone euro, nous incitant à renforcer notre sous-pondération sur les actions de la région.

**GRAPHIQUE 2 : STERLING/EURO ET HISTORIQUE DE LA VOLATILITE A 90 JOURS**

Malgré l'incertitude planant sur le retrait du Royaume-Uni, la paire GBP/EUR a évolué dans un étroit couloir transactionnel au cours de l'année dernière et la volatilité a atteint son niveau le plus bas depuis 18 ans. Sur une base PPP, la GBP semble sous-évaluée, de telle sorte que dans l'hypothèse d'une issue pacifiée du processus du Brexit, elle pourrait rebondir. Dans les deux prochains mois, alors que l'accord suit son cheminement parlementaire, nous devrions assister à une progression de la volatilité.



Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management ; données au 16 novembre 2018.

## L'équipe Stratégie Multi-Asset Solutions

**John Bilton**

*Responsable de la Stratégie  
Londres*

**Michael Hood**

*Stratégiste  
New York*

**Benjamin Mandel**

*Stratégiste  
New York*

**Michael Albrecht**

*Stratégiste  
New York*

**Patrik Schöwitz**

*Stratégiste, Éditeur  
Londres*

**Thushka Maharaj**

*Stratégiste  
Londres*

**Tim Lintern**

*Stratégiste  
Londres*

**Diego Gilsanz**

*Stratégiste  
New York*

Pour de plus amples informations, veuillez prendre contact avec votre conseiller J.P. Morgan Asset Management.

Dans le cadre de la réglementation MiFID II, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights sont des outils de communication marketing et ne relèvent pas des obligations de la MiFID II et du MiFIR spécifiquement liées à la recherche en investissement. Par ailleurs, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights ne constituent pas une recherche indépendante, ils n'ont pas été préparés conformément aux obligations légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement et ne sont soumis à aucune interdiction de négociation en amont de la diffusion de la recherche en investissement.

Il s'agit d'un document de communication fourni à titre purement informatif. Il est à caractère éducatif et n'a pas vocation à être considéré comme un conseil ni comme une recommandation à l'égard d'un produit d'investissement, d'une stratégie, d'une caractéristique de placement ou à toute autre fin dans une quelconque juridiction, ni comme l'engagement de J.P. Morgan Asset Management ou de l'une de ses filiales à participer à l'une des transactions mentionnées. Les exemples cités sont d'ordre générique et hypothétique, et sont fournis à titre d'illustration uniquement. Ce document ne comporte pas d'informations suffisantes pour étayer une décision d'investissement et nous vous conseillons de ne pas le considérer comme base d'évaluation d'un investissement dans des titres ou produits financiers. En outre, il est conseillé aux utilisateurs de procéder à une évaluation indépendante des conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, de crédit et comptables et de déterminer, avec l'aide de leur propre conseiller, si les investissements mentionnés dans le présent document sont adaptés à leurs objectifs personnels. Les investisseurs doivent s'assurer de disposer de toutes les informations existantes avant de prendre leur décision. Toute prévision, donnée chiffrée ou technique et stratégie d'investissement évoquée est présentée à titre d'information exclusivement, sur la base de certaines hypothèses et des conditions de marché actuelles. Elles sont soumises à modification sans préavis. Toutes les informations présentées sont considérées comme exactes à la date de rédaction, mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et aucune responsabilité n'est assumée en cas d'erreur ou d'omission. Nous attirons votre attention sur le fait que la valeur des placements et le revenu que ces derniers génèrent sont susceptibles de fluctuer en fonction des conditions de marché et des conventions fiscales et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas la totalité des sommes investies. Les performances et les rendements passés ne préjugent pas des résultats actuels et futurs.

J.P. Morgan Asset Management est le nom commercial de la division de gestion d'actifs de JPMorgan Chase & Co et son réseau mondial d'affiliés. Veuillez noter que si vous contactez J.P. Morgan Asset Management par téléphone, vos conversations sont susceptibles d'être enregistrées et contrôlées à des fins juridiques, de sécurité et de formation. Les informations et les données que vous nous communiquerez ponctuellement seront collectées, stockées et traitées par J.P. Morgan Asset Management dans le respect de la Politique de confidentialité [www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy](http://www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy).

Ce document est publié par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. European Bank & Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Grand Duché de Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B27900, capital social EUR 10.000.000. Émis en France par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. - Succursale de Paris -14 place Vendôme, 75001 Paris -Capital social : 10 000 000 euros - Inscrite au RCS de Paris, n° 492 956 693.

Copyright 2018 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved

PI-AA-WEEKLY-111918 | 0903c02a8219f62b