

FLASH MARCHÉS

Document destiné aux clients non-professionnels

Brexit – 3 jours après

Macro-économie - L'analyse de Philippe Waechter

Directeur de la recherche économique

Vendredi 24, lorsque le résultat du référendum britannique a été connu, les marchés financiers se sont ajustés à la baisse. Le sterling a décroché nettement et les marchés boursiers ont chuté fortement. Partout en Europe le secteur bancaire a été pénalisé. Sur les marchés de taux d'intérêt il y a eu beaucoup de mouvements notamment sur les taux américains, les États Unis servant de zone refuge avec une hausse du billet vert alors que les interrogations s'accroissent sur l'Europe et sa construction institutionnelle. Ces mouvements vont-ils s'accroître ?

Il y a plusieurs questions à discuter.

L'analyse macroéconomique a-t-elle changé durant le week-end ?

Non, la perception d'un choc fort sur le Royaume Uni est toujours d'actualité si la sortie se matérialise effectivement.

La diffusion de celui-ci sur le reste de l'Europe est toujours un facteur important mais sans être un élément de rupture dans le cycle européen.

En d'autres termes, les indicateurs économiques au RU vont converger vers des mesures plus basses avec notamment un risque de récession. Les marchés financiers devront prendre celui-ci en compte. Cela n'est probablement pas totalement dans les cours et l'intégration de cette perception se fera dans la durée mais sans nécessairement se traduire par des ruptures dans le profil des indicateurs financiers.

L'analyse du risque a-t-elle changé ?

C'est cette partie-là qui est importante. Vendredi la surprise était forte. La conjonction d'un risque économique important et d'anticipations prises en défaut s'est traduite par un ajustement financier majeur avec des mouvements forts sur le secteur bancaire notamment. Le secteur bancaire avait progressé avec l'idée d'une défaite du Brexit. Il s'est retourné avec le résultat du référendum.

Ce risque ne s'est pas amplifié durant le week-end même si l'on a noté un « timing » différencié sur la négociation : l'Union Européenne veut aller vite alors que les autorités britanniques veulent prendre leur temps jusqu'à la désignation d'un nouveau premier ministre à l'automne.

Il n'est pas apparu de risque systémique susceptible, à court terme, de provoquer des arbitrages brutaux.

Contrairement au choc Lehman Brothers, il n'y a pas la perception de la disparition, même temporaire, d'une classe d'actifs comme cela avait été le cas avec les ABS. Le prix de ces actifs avait chuté de façon spectaculaire (tendant vers 0) créant des déséquilibres majeurs dans les portefeuilles des investisseurs. Les investisseurs détenaient dans leur portefeuille des parts importantes d'ABS. La rupture sur les prix de ces actifs, partout dans le monde, avait créé un choc global obligeant à ajuster et à arbitrer les portefeuilles très brutalement au risque de créer des sources importantes d'illiquidité.

FLASH MARCHÉS

Rien de tel n'est apparu ici. La livre sterling s'est fortement dépréciée reflétant les perspectives très différentes sur l'économie britannique. Les marchés d'actions ont reculé mais avec une explication rationnelle notamment du côté du secteur bancaire.

En conséquence, la persistance du choc sera moindre que lors du choc Lehman Brothers.

En outre les banques centrales ont été claires sur leur capacité à intervenir pour soutenir les marchés financiers et éviter toute rupture. C'est là que tout va se jouer.

Les banques centrales ont la volonté d'éviter les ruptures au sein de l'économie globale. Si rupture il y a, elles viendront principalement du secteur bancaire dont la géographie est remise en cause par le résultat du référendum.

L'arbitrage sera donc davantage microéconomique, notamment dans le secteur bancaire, puisque c'est a priori le secteur qui sera le plus pénalisé, à court terme, par le Brexit : les opérations en euro ne pourront plus fonctionner de la même façon. Le Financial Times évoque déjà le possible déplacement d'activité dans le secteur bancaire vers le continent.

Aux banques centrales de veiller à ce que ces ajustements ne se transforment pas en rupture.

Le risque ne s'est donc pas accentué globalement mais l'on commence à avoir une idée plus précise sur la façon dont les choses vont se passer.

Les anticipations n'ont pas encore intégré le changement de paradigme économique qu'entraîne la sortie du Royaume Uni de l'Union Européenne. Cela implique que l'on doit continuer d'attendre des pressions à la baisse sur le sterling et sur les indicateurs boursiers britanniques plus qu'européens (attention néanmoins au secteur bancaire).

Le risque est désormais principalement politique. Les autorités britanniques ont indiqué ne pas vouloir se précipiter pour demander leur sortie et l'application de l'article 50. David Cameron a dit qu'il n'irait pas dans ce sens et qu'il laisserait à son successeur le soin de le faire à l'automne prochain.

Boris Johnson, le potentiel futur premier ministre et leader des partisans du « Leave », ne semble pas pressé, conscient qu'il s'est peut être piégé tout seul en étant potentiellement celui qui ferait basculer le Royaume Uni de l'autre côté de la force. Il veut conserver tous les avantages de l'UE (marché unique, mouvements de biens et de personnes) mais sans la contrainte de Bruxelles pour organiser notamment la question migratoire. Il ne semble pas non plus pressé de se déclarer sur l'article 50.

L'incertitude est principalement politique car dans le même temps les européens veulent aller vite avec néanmoins des nuances entre la France et l'Allemagne.

C'est ce dossier politique qui sera intéressant à suivre car il a des implications dans le fonctionnement de l'UE et il ne faudrait pas non plus que le dossier anglais paralyse durablement son fonctionnement. Cela se traduirait alors par des pressions supplémentaires de sorties au sein d'autres pays de l'Union et ceci n'est pas souhaitable.

La partie économique et financière est un ajustement de prix relatif. Potentiellement le Royaume Uni a une allure plus dégradée que ce qui était anticipé, le « prix » du Royaume Uni doit être ajusté mais sans que cela crée forcément de rupture.

Il y aura de la volatilité en raison des incertitudes qui demeurent, notamment sur le secteur bancaire, et des sur-ajustements sont probables mais pas de rupture.

Rédigé le 26 juin 2016

[Cliquez sur ce lien pour consulter le glossaire financier de Natixis Asset Management](#)

Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €
Agrément AMF n°GP 90 009 - RCS Paris n°329 450 738
21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13 - Tél. +33 1 78 40 80 00

Ce document est destiné à des clients non professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans le consentement préalable et écrit de Natixis Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management. Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y a aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. **Aux pays francophones de l'UE**, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. **France** : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. **En Suisse**, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.