

FLASH MARCHÉS

Document destiné aux clients non-professionnels

Brexit – Le Royaume-Uni a voté pour une sortie de l'Union Européenne

Macro-économie - L'analyse de Philippe Waechter

Directeur de la recherche économique

L'expérience grandeur nature va pouvoir se mettre en place après le vote des britanniques. Les règles vont changer profondément dans un grand pays mobilisant les économistes pour en mesurer les conséquences. Car le souhait de sortir de l'Union Européenne sera définitif et aura forcément un impact sur la vie des britanniques et sur l'Europe.

Cependant, à très court terme, il ne se passera que peu de choses sur le plan économique mais les anticipations vont changer de façon importante. C'est ce phénomène qui pèsera fortement sur les marchés financiers. Ceci entraînera très probablement l'intervention des banques centrales afin de limiter l'ampleur et la diffusion du choc. Les économies du monde entier n'ont pas besoin de ce type de situation aujourd'hui et il est probable que les accords de swaps sur la liquidité vont être réactivés afin de limiter les effets de contagion.

Pour l'économie la question posée est simple : les relations entre le Royaume-Uni et le reste du monde vont changer. Les règles ne seront plus les mêmes pour la 5^{ème} puissance économique mondiale. C'est ce poids du Royaume-Uni qui donne de l'importance à cet événement. Les relations vont changer dans un environnement économique peu dynamique et dans un monde où les Banques Centrales sont déjà très accommodantes tout en envoyant le message qu'elles le resteront encore très longtemps. Cela suggère un choc négatif sur les échanges mondiaux avec une possibilité réduite d'ajustement. C'est cela qui est préoccupant. Dans une période de croissance plus robuste, les craintes auraient été moindres et d'ailleurs la question de l'appartenance à l'UE ne se serait pas posée.

La source du choc pour les britanniques viendra de ce qu'ils n'auront plus accès au marché unique dans les mêmes conditions. Il faudra définir un cadre nouveau et cela prendra du temps et engendrera de l'incertitude. A court terme, on ne connaît pas les mesures conservatoires qui seront prises pendant la négociation. On peut s'attendre à ce que les anglais souhaitent une coupure rapide puisque c'est la voix du référendum. Dans les relations avec le reste du monde les britanniques sortiront des accords signés par l'Union Européenne avec d'autres pays. Dans une période où le commerce mondial ne joue plus son rôle d'accélération de la conjoncture entre les pays du monde entier le choc issu du référendum ajoutera à la confusion et pèsera sur le profil de l'économie mondiale. C'est ce phénomène plus le fait qu'une partie des activités financières en euro de la City seront rapatriés dans l'UE qui pèsent sur les anticipations et c'est cela que les investisseurs intègrent même si ces ruptures ne se font pas dans le très court terme. L'ensemble de la reconstruction de la position britannique créera de l'incertitude dans la durée contraignant ainsi durablement le profil de l'activité.

À très court terme, ce sont les déclarations politiques qui importeront. Il faudra pour David Cameron trouver une majorité impossible au Parlement. David Cameron devra démissionner. Majorité impossible car le camp des conservateurs s'est divisé sur le référendum. Face à un tel

FLASH MARCHÉS

changement pour le Royaume-Uni il serait nécessaire d'avoir très vite des élections générales pour définir un nouvel équilibre politique.

On doit aussi attendre la réaction des européens sur le futur de l'Europe. Il faudra trouver et définir une dynamique commune pour éviter que le référendum britannique ne soit pris comme un précédent. Car très rapidement on doit s'attendre à de multiples demandes de référendum partout en Europe. Ce serait alors le prix à payer pour une Europe qui a perdu son utopie.

Actions Européennes - L'analyse de Yves Maillot

Directeur gestion actions européennes

Marchés actions : Quelles vont être les réactions à court et moyen terme ?

A court terme : compte tenu des mouvements très récents et de la forte et rapide reprise des indices depuis le point bas de la séance de jeudi dernier 16 juin (en moyenne de 7% à 8% entre les points bas du 16 et les points hauts de la séance de mardi 21 et de hier jeudi 23), le profil technique des indices actions était devenu très asymétrique : potentiel très limité à la hausse face à un potentiel de baisse de plus en plus large, soit, étant donné le résultat du vote de **près de 10% à 12% de repli immédiat** pour aller rejoindre les points bas de 2016 (seuils de 4050 et 3900 points pour l'indice CAC40, 2800 et 2700 points pour l'EuroStoxx50, 320 et 305 points pour le Stoxx600). Dans des marchés à faibles volumes ces dernières séances pré-scrutin, le schéma est propice maintenant à un nouvel épisode de forte remontée de la volatilité dans des transactions plus importantes.

A quels types de mouvements faut-il s'attendre ? A travers une recherche de qualité et de refuges, nous allons assister à un nouveau mouvement de baisse des rendements obligataires longs sur la dette 'cœur' (mais une tension des rendements souverains périphériques), une appréciation logique du dollar, du yen et du franc suisse et, en raison de la chute de la Livre Sterling, une **surperformance des entreprises exportatrices au détriment des sociétés domestiques** ainsi qu'une probable accentuation des replis boursiers sur les Bourses continentales par rapport aux indices de la Bourse britannique (due à l'effet devise).

Effets principaux sur la bourse britannique : Sur la base des corrélations avec les rendements longs des emprunts britanniques (Gilts) et de la devise (£), les secteurs les plus à risque sont les **valeurs financières** (bancaires domestiques et banques internationales qui sont largement exposées à l'économie britannique), **l'immobilier, la construction et les secteurs de consommation domestique** ainsi que **le transport**.

Les secteurs qui doivent le mieux résister sont la santé **pharmacie**, **les biens de consommation non-cycliques** (boissons-alimentation-HPC) et **l'énergie**, et de manière générale tous les groupes largement exportateurs.

Effets principaux sur les bourses d'Europe continentale : Les comportements vont être favorables 1/ **aux marchés 'cœur' et refuge** (Allemagne, Suisse) **au détriment des Bourses des pays périphériques** (Espagne, Portugal, Italie) 2/ **aux secteurs défensifs** (santé, télécoms, consommation non cyclique et certaines utilities) **ainsi qu'à l'immobilier**.

Taux - L'analyse d'Axel Botte

Stratégiste obligataire

Les Britanniques ont décidé de quitter l'Union européenne la nuit dernière. Ce dénouement intervient alors que les marchés de change et d'actions progressaient fortement cette semaine.

Cette décision ouvre une période d'incertitude prolongée sur le plan économique et politique et entretiendra une volatilité financière que les Banques Centrales chercheront à tout prix à canaliser en assouplissant leurs politiques. Baisses de taux, opérations de refinancement supplémentaires et swaps de change font partie de l'arsenal déployé pour prévenir tout manque de liquidité sur les marchés financiers au cours des mois à venir.

Les rendements obligataires ont baissé en réaction à la chute des bourses. Cependant, les rendements courts devraient surperformer les taux longs en raison d'anticipations d'allègements des taux courts. Le positionnement du marché au cours des derniers jours favorisait nettement le risque conformément à des anticipations de 'Brexit'. Le débouclage des positions à risque a exacerbé la pression haussière sur le Bund et le T-Note dans les premiers échanges mais la profondeur du marché et les volumes s'avèrent réduits, le climat d'incertitude et de volatilité empêchant les teneurs de marché de jouer leurs rôles d'intermédiaires financiers. A l'horizon de quelques semaines ou de quelques mois, le statut de valeur refuge du Bund pourrait être remis en cause si le Brexit était perçu comme un échec de l'Union Européenne. La courbe de taux pourrait alors se re-pentifier en raison d'un risque politique majeur et des nouveaux questionnements au sujet de la viabilité de l'UE ou de la zone euro. Sur le crédit, en particulier les banques qui sont non-éligibles au CSPP, les spreads devraient continuer de s'élargir malgré l'intervention de la Banque Centrale. Nous réduisons l'exposition au crédit et au high yield. Les marchés libellés en dollar, y compris certains marchés émergents, seront relativement moins affectés.

Allocation - L'analyse de Nuno Teixeira

Directeur solutions institutionnels et réseaux

Le vote des Britanniques en faveur d'une sortie du Royaume-Uni de l'UE (à 52% contre 48%) a largement pris de court la communauté financière internationale, qui tablait jusqu'à ces toutes dernières heures sur le maintien du pays dans l'UE. Cette confiance dans les derniers sondages avait notamment permis un fort rebond des marchés d'actions européens au cours de la semaine écoulée.

A l'heure où nous écrivons ces lignes (09h50), et alors que David Cameron a annoncé qu'il démissionnerait de ses fonctions dans 3 mois, les principaux impacts sur les marchés sont :

- Une forte baisse des marchés asiatiques avec notamment une chute de près de 8% du marché japonais (fortement impacté par la hausse du yen), sachant que les marchés émergents semblent toutefois assez bien résister à la tourmente ;
- Un recul d'environ 7-8% des marchés d'actions européens, tandis que le marché britannique recule d'environ 5% ;

- Une forte baisse du rendement des emprunts britanniques à 10 ans - le taux du Gilt tombant de 1,37% à 1,09% dans l'attente d'une baisse des taux directeurs de la Banque d'Angleterre - tandis que le Bund 10 ans s'est enfoncé en territoire négatif (à -0,11% et -0,17% au plus bas);
- Un écartement de l'ordre de 35-37 bps des spreads des périphériques italiens et espagnols sur le 10 ans - l'écartement étant plus marqué sur le 2 ans - tandis que la dette corporate « investment grade » en zone euro voit ses spreads s'élargir de 18-20 bps ;
- Un recul du sterling de 1,48 à 1,38 USD, mais une baisse relativement modérée de la devise britannique contre euro (1,24 contre 1,30 Euro).
- Une hausse de l'or de 4% autour de 1312 USD.

Après la surprise, la question essentielle pour un portefeuille multi-classes d'actifs, dont l'exposition directe aux actifs britanniques est par nature limitée, est la suivante : au-delà des dégagements massifs observés depuis ce matin, ce vote peut-il provoquer par effet de contagion un risque de récession de l'économie mondiale ou européenne ? Peut-on assister à un mouvement de « risk off » d'une ampleur telle qu'elle pénaliserait durablement les classes d'actifs à risque (actions, crédit, matières premières, devises émergentes, etc...) ?

Plusieurs dimensions doivent être prises en compte :

1. Au plan économique : l'impact attendu du « Brexit » sur la croissance britannique sera probablement négatif, ne serait-ce que par la forte incertitude qu'elle génère pour les agents économiques liée aux futures négociations avec l'UE. Les membres de l'UE n'ont toutefois que peu d'intérêt à alimenter les sources de conflit potentielles avec le Royaume-Uni et devraient tenter de sauvegarder au maximum les liens avec ce pays. De notre point de vue, l'impact à terme sur la croissance mondiale ou même celle de la zone euro pourront toutefois être digérés sans trop de difficultés, ce que les marchés devraient progressivement intégrer ;
2. Au plan politique : si le risque de voir se développer des forces « centrifuges » dans certains pays européens est toujours à craindre (le résultat des législatives en Espagne sera un véritable test), la dégradation attendue de la conjoncture britannique pourrait avoir un effet dissuasif sur les opinions publiques des pays les plus vulnérables;
3. Au plan financier : malgré les expositions croisées des systèmes bancaires entre le Royaume-Uni et le continent, il ne semble pas y avoir de risque systémique, la non-adhésion du Royaume-Uni à la zone euro ayant limité l'ampleur des prises de position mal couvertes entre les deux zones;
4. Au plan des réactions des autorités européennes : on peut imaginer des initiatives politiques et surtout monétaires (BCE) de nature à rassurer les milieux économiques et financiers, tout le monde souhaitant éviter une nouvelle crise de confiance dans cette zone.

Dans l'attente du vote, l'équipe d'allocation tactique d'ICS avait fait le choix suivants :

1. En termes de structure globale : diversification maximale de nos portefeuilles, la meilleure protection face à des événements incertains et aux conséquences de nature très « binaire » ;
2. Sur les marchés d'actions : position neutre en termes de pondération, mais défensive en termes d'exposition (pays et secteurs). Sur les actions européennes, en dépit des incertitudes à court terme, nous avons opté et nous optons toujours pour une position « constructives » sur cette zone, le « Brexit » n'étant pas selon nous de nature à renverser la trajectoire de reprise de la croissance ;

3. Sur les marchés obligataires européens : nous avons pris quelques profits sur une partie de nos positions en dettes souveraines de la zone euro, eu égard au net recul des rendements. Il nous semble que les dettes souveraines du cœur de l'Europe, dans un contexte de rendements proches de zéro, n'offrent plus qu'un contreponds limité en cas de scénario de « risk off » et pourraient même subir la défiance des investisseurs non-Européens ; comme on l'a vu ce matin, les marchés périphériques peuvent encore souffrir d'ici à la fin 2016 de l'incertitude politique en Italie, en Espagne et en Grèce ;
4. Sur les marchés obligataires internationaux : renforcement de l'exposition à la courbe des taux américaine prenant acte de l'absence perspectives de normalisation de la politique monétaire de la Fed ; construction de positions sur la dette émergente en devises dures, bénéficiant à la fois de la baisse des taux américains et de celle du dollar à moyen terme.

Nos portefeuilles diversifiés se caractérisent aujourd'hui par :

- Une exposition aux actifs risqués adaptée à un scénario de croissance mondiale faible (2 à 2,5%) mais positive, privilégiant le rendement aux plus-values ;
- Une exposition neutre sur les actions, privilégiant les marchés développés, avec une priorité toujours donnée à des pays ou des secteurs défensifs ;
- Une position défensive sur les marchés d'actions émergents et les matières premières - à l'exception de l'or que nous privilégions ;
- Des positions de « carry » destinées à profiter des spreads encore attractifs sur le crédit corporate « investment grade » en zone euro et le marché de la dette émergente en dollars.

A noter qu'au-delà du choc immédiat lié au « Brexit », **le vote des Britanniques devrait :**

- accentuer le potentiel de repli des taux longs américains et permettre de viser un niveau compris entre 1% et 1,5% sur les Treasuries à 10 ans dans le courant du 2^{ème} semestre 2016 ;
- favoriser une baisse du sterling et de l'euro contre dollar, créant à terme des opportunités d'achat sur des secteurs et valeurs européens très exportateurs ;
- maintenir un contexte favorable à l'or, appelé à bénéficier d'un interventionnisme accru des banques centrales et de la baisse des taux réels américains.

Rédigé le 24 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.