

Perspectives



Brexit, le grain de sable qui pourrait déstabiliser les marchés ?

2 Avril 2019

Par Jean-Jacques Ohana, Responsable de la gestion d'actifs YCAP AM

Les marchés sont complaisants, voire même insolents, vis-à-vis des risques économiques et politiques :

- La macro-économie n'a cessé de se détériorer et de surprendre par la faiblesse des indicateurs avancés.
- Le risque de sortie du Royaume-Uni sans accord de l'Union Européenne est de plus en plus significatif.

Evolution opposée entre le S&P 500 et l'Indicateur de Surprise Economique

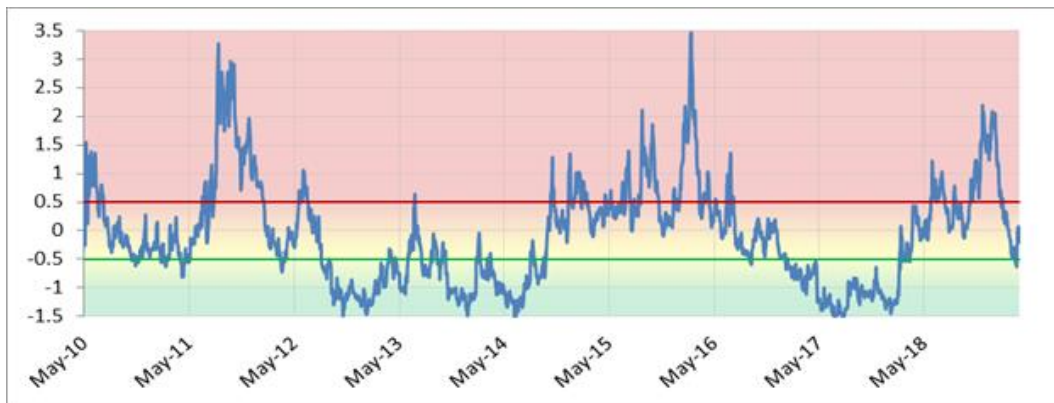


Source : Citigroup, Bloomberg

Perspectives

Ainsi, l'Aversion au Risque évolue proche de ses plus bas niveaux de l'année. Les volatilités sur tous les marchés se sont effondrées, notamment sur les marchés de change. A titre d'illustration, la volatilité implicite sur l'EUR/USD est proche des deux points bas qui avaient été atteints en 2007 et 2014 et qui furent le prélude à des événements de rupture sur l'évolution de la monnaie unique.

Risk Aversion

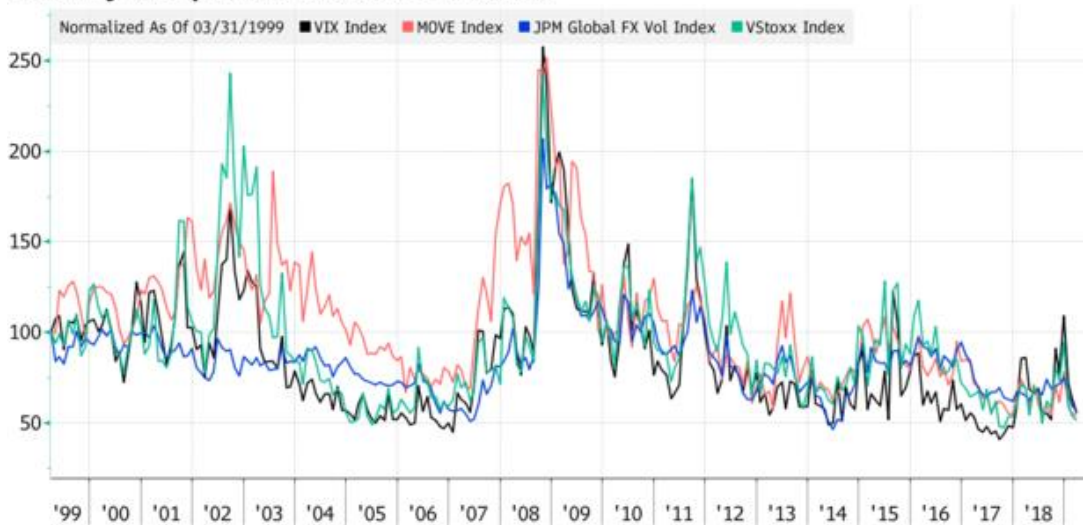


Source : Riskelia

Volatilités normalisées sur les actions, les taux, les devises

Low Everywhere

Volatility is depressed across asset classes



Source: Data compiled by Bloomberg

Source : Bloomberg

Perspectives

Cette complaisance des marchés d'actifs risqués s'accompagne d'un environnement de défiance sur les marchés d'obligations.

Les taux allemands sont négatifs jusqu'à une maturité de 10 ans, dans un marché où les flux ne sont plus régis par la Banque Centrale Européenne (BCE). Ces flux privés traduisent une anticipation quasi-nulle de remontée des taux de la BCE.

D'autre part, les marchés de taux américains anticipent désormais une baisse de taux de la Réserve Fédérale et une baisse de l'inflation sur les 10 prochaines années et ce, malgré le rebond des marchés d'actifs risqués et des matières premières. Il faut souligner la nouvelle corrélation de la volatilité de taux à la baisse des taux aux Etats-Unis : cette relation implique que l'asymétrie des risques pointe désormais vers une dégradation de la conjoncture aux Etats-Unis plutôt que vers un scénario de stabilisation. Les risques de baisse de taux sont désormais plus importants que les risques de hausse de taux aux Etats-Unis.

Taux d'emprunt allemand à 10 ans



Source : Bloomberg

Perspectives

Anticipation de mouvement de taux de la Réserve Fédérale sur un an, déduit de la courbe de taux américaine



Source : Bloomberg

Notons que la remontée du dollar se manifeste face aux devises émergentes et aux devises du G10. Ce risque est à mettre en relation avec la sous-performance des marchés émergents depuis un an, les marchés d'actions émergents exprimés en dollar sont en baisse de 10% sur un an glissant, et affichent, de ce fait, la plus faible performance parmi les principaux indices boursiers.

Le risque de remontée du dollar pourrait connaître un nouveau développement avec la perspective d'un Brexit sans accord (scénario du « no deal »). En effet, la Chambre des Communes a échoué une deuxième fois à trouver un consensus sur l'un des scénarios alternatifs possibles : union douanière, nouveau référendum. Il faut souligner que ces votes indicatifs sont marqués par une abstention d'environ 100 parlementaires et que surtout, l'adhésion des Conservateurs à ces différentes motions est très faible. Ainsi, entre 30 et 40 parlementaires conservateurs ont soutenu des motions sur l'union douanière ou une version revisitée du marché commun, quand à peine 15 conservateurs ont voté en faveur d'un second référendum.

Une longue extension au-delà du 12 avril ne peut avoir lieu qu'à deux conditions selon l'Union Européenne :

1. Que les britanniques votent aux élections européennes ;
2. Que les britanniques proposent une stratégie de sortie de l'impasse du Brexit, à savoir organisent de nouvelles élections générales et / ou un autre référendum sur la sortie.

Perspectives

Or, ces deux impératifs sont contraignants pour nombre de parlementaires conservateurs dont la ligne médiane penche vers l'eurosepticisme. Ainsi, les successeurs potentiels de Theresa May à la tête des Tories à savoir Boris Johnson, Michael Gove, Jeremy Hunt, Dominic Raab ont exprimé chacun des vues souverainistes, envisageant un retrait du Royaume Uni de l'UE sans accord.

Ainsi, l'ensemble des scénarios possibles se resserre autour de deux éventualités :

- Le vote de l'accord actuel éventuellement amendé. Theresa May a séparé l'accord de retrait et la déclaration politique et s'engage à se retirer en cas de vote de l'accord au Parlement. Il faut souligner que d'autres modalités de sortie (union douanière, Espace Economique Européen...) pourront être trouvées avec le même accord de retrait, simplement en élargissant la déclaration politique. Cette flexibilité future du mode de sortie du Royaume-Uni (plus ou moins douce) sera au cœur des négociations actuelles entre Theresa May et Jeremy Corbyn.
- Une sortie sans accord à plus ou moins brève échéance. En effet, si une extension longue devait avoir lieu, il n'est pas certain que les politiques britanniques puissent trouver un consensus sur l'accord existant. Au cas où de nouvelles élections auraient lieu, il est envisageable que [les conservateurs se rassemblent autour d'un leader Brexiter](#) et préparent une sortie sans accord en cas de victoire.

Il y aura donc un quatrième vote sur l'accord de retrait au parlement. La dernière chance de Theresa May sera de convaincre des parlementaires du Labour favorables à une union douanière ou un nouveau marché commun.

C'est un scénario possible mais la ligne de crête est de plus en plus étroite. Si l'accord était à nouveau rejeté par le Parlement, l'Union Européenne pourrait être encline à « débrancher » le Royaume Uni et à provoquer une sortie sans accord le 12 avril. En effet, le Conseil Européen se prononcera à l'unanimité des 27 et le coût politique d'un vote britannique aux élections européennes, d'une éventuelle cohabitation avec un Premier Ministre britannique souverainiste (Boris Johnson notamment) serait désormais trop lourd à porter pour le reste de l'Europe.

Alors que les positions vendeuses de VIX atteignent à nouveau un sommet, il est peut-être judicieux de songer au grain de sable qui pourrait provoquer une avalanche sur les marchés financiers.

Perspectives

Positions vendeuses nettes sur le futur sur volatilité VIX aux Etats-Unis (source : Bloomberg)



Source : Bloomberg

INFORMATIONS IMPORTANTES

Ce document est destiné aux investisseurs professionnels. Toutes les informations disponibles sur le présent document ont un caractère purement informatif. Toutes les opinions exprimées sont celles d'YCAP Asset Management et ne constituent pas de conseil en investissement. Les données disponibles sur le présent document sont constituées à partir de sources réputées fiables mais n'ont pas été vérifiées par un organisme indépendant. Elles ne constituent ni un élément contractuel, ni une proposition ou une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les commentaires ne sauraient être considérés comme une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers mentionnés. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement auprès d'YCAP Asset Management.

YCAP Asset Management S.A. à conseil d'administration au capital de 1.000.000€
 SGP agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n°GP11000002 le 13 janvier 2011
www.amf-france.org. RCS Paris B 524 396 348
 37 avenue Pierre 1er de Serbie 75008 Paris - contact@ycap.fr