

## Royaume-Uni

### Les banques britanniques à l'épreuve du Brexit

- Contre toute attente, le référendum du 23 juin 2016 s'est soldé par une majorité en faveur de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (UE).
- Le Brexit devrait amputer la croissance britannique en 2016 et plus sensiblement encore en 2017, du fait principalement de la montée de l'incertitude, de son incidence négative sur les échanges commerciaux et du resserrement des conditions monétaires et financières en dépit de la baisse attendue des taux et de la dépréciation de la livre (i.e. hausse des primes de risque).
- Les nuages s'amoncellent au-dessus des banques britanniques pénalisées par la baisse des marchés boursiers à court terme, la dégradation de l'environnement macroéconomique à moyen terme (i.e. ralentissement de la croissance et correction immobilière), et les incertitudes réglementaires liées aux négociations entre le Royaume-Uni et l'UE, qui s'amorceront dans les prochains mois et pour une durée a priori relativement longue.

Contrairement aux attentes générales des opérateurs de marché qui tablaient sur un « Brexain », les citoyens britanniques ont voté en faveur de la sortie du Royaume-Uni lors du référendum du 23 juin 2016. Au-delà d'une sanction immédiate par les marchés et d'une baisse accusée des valeurs bancaires au matin du 24 juin 2016 (cf. graphique 1), le Brexit devrait également avoir des conséquences économiques défavorables à moyen et à long terme. Plus largement, la sortie du Royaume-Uni de l'UE serait également de nature à peser, à des degrés divers selon la diversification géographique des établissements, sur leur solvabilité.

Nous passons ici en revue brièvement les possibles répercussions du Brexit sur le secteur bancaire d'outre-Manche. Toutefois, tous les impacts liés à la sortie de l'UE ne peuvent pas encore être appréhendés à ce jour car ceux-ci dépendront des décisions politiques à venir.

#### Conséquences économiques défavorables

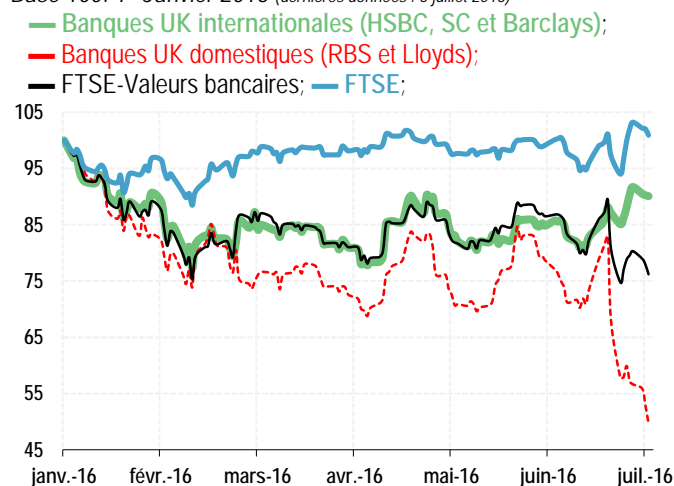
Le Brexit devrait affecter l'économie britannique principalement *via* quatre canaux<sup>1</sup> : i) une montée de l'incertitude et une détérioration de la confiance, ii) une incidence négative sur les marchés financiers, iii) un tassement des investissements étrangers directs et d'autres flux de capitaux, et iv) un recul des flux commerciaux.

Dans ce contexte, nos prévisions de croissance sont révisées à la baisse de 0,3 point de pourcentage en 2016 et de près de 1,5 point de pourcentage en 2017. Le PIB progresserait ainsi de 1,4% en 2016 et de 0,6% en 2017 (contre respectivement 1,7% et 2,1% selon notre scénario précédent).

<sup>1</sup> EcoFlash du 24 juin 2016 de William De Vijlder « Le Royaume-Uni et le Brexit : conséquences économiques »

#### ■ Cours boursiers journaliers

Base 100: 1<sup>er</sup> Janvier 2016 (dernières données : 6 juillet 2016)



Graphique 1

Source : Datastream

Selon notre scénario, cette détérioration de l'environnement économique conduirait la Banque d'Angleterre (BoE) à assouplir sa politique monétaire en abaissant son taux directeur de 50 points de base (pb) à zéro et en procédant à une augmentation de l'assouplissement quantitatif à hauteur de GBP 100 milliards. Avec GBP 6,3 milliards de livres sollicitées auprès de la BoE le 28 juin 2016, la demande des banques britanniques, en échange de collatéral, dépasse les précédentes adjudications mais reste modeste eu égard aux fortes secousses consécutives au résultat du référendum. La BoE y a répondu favorablement à hauteur de GBP 3,1 milliards, ce qui est conforme à la moyenne des adjudications mensuelles de 2016.

Début juillet 2016, le *Financial Policy Committee* (FPC) – comité au sein de la BoE en charge du suivi des risques systémiques et de la stabilité financière – a décidé d'abaisser le taux du coussin contracyclique (fixé en mars 2016 avec prise d'effet théorique en mars 2017) de 0,5% à 0% des actifs bancaires pondérés par les risques, et annoncé qu'il le maintiendrait inchangé au moins jusqu'à juin 2017. Pour justifier cet allègement des exigences en fonds propres, le FPC a argué de ce que le Brexit allait probablement induire un effet récessif sur l'économie britannique. Notre scénario intègre ces assouplissements, monétaire et macroprudentiel, qui sont de nature à atténuer le choc du Brexit sans le compenser totalement.

#### De multiples impacts sur le secteur bancaire

La sortie de l'UE devrait affecter les banques britanniques à travers principalement trois canaux de transmission : i) la baisse de la

rentabilité, ii) le traitement moins favorable des obligations sécurisées et iii) l'incidence du Brexit sur le paysage bancaire.

– *Le Brexit devrait entraîner une baisse de la rentabilité*

Le Brexit devrait affecter l'ensemble des établissements britanniques, indistinctement selon leur *business model* ou leur taille, en renchérissant brutalement le coût de *funding* de leurs financements *wholesale*<sup>2</sup>. En effet, l'incertitude accrue et prolongée liée à une sortie de l'UE devrait être de nature à augmenter les primes de risque exigées par les investisseurs sur un large éventail d'actifs britanniques, dont les titres de créances émis par les banques. Face à la montée des incertitudes économiques, politiques et réglementaires, les primes sur *Credit Default Swap* (CDS) des valeurs bancaires se sont effectivement nettement tendues, (graphique 2) tandis que les cours boursiers ont diminué sensiblement, peu après l'annonce des résultats du scrutin. Pour le moment, il est encore prématuré pour présager de l'ampleur et de la durée de ce mouvement baissier. Les actions des banques internationales ont déjà rebondi depuis le 29 juin 2016. La dette bancaire semblait mieux résister aux turbulences sur les marchés que les actions.

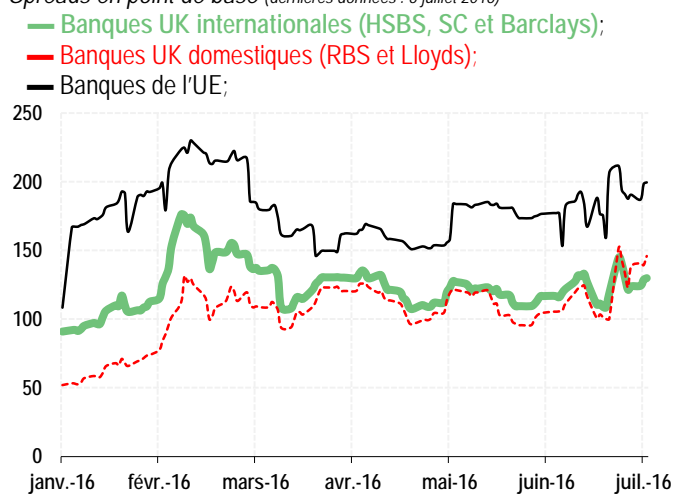
A court et moyen terme, la rentabilité sur le segment de la banque d'investissement sera également mise à mal par les baisses des cours boursiers si celles-ci venaient à perdurer (i.e. diminution des commissions consécutives au tassement des opérations d'IPO et/ou de M&A). A plus long terme, la sortie de l'UE pourrait empêcher les établissements d'effectuer des opérations de compensation libellées en euro qui, d'après la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne, ne doivent pas être obligatoirement localisées dans la zone euro mais dans un pays de l'UE. Aujourd'hui, le passeport européen permet à une banque outre-Manche d'exercer ses activités dans toute l'UE, notamment celles d'*investment banking*. Le Brexit affecterait les activités de négociation des banques britanniques si aucun accord bilatéral entre le Royaume-Uni et l'UE ne venait à être rapidement négocié. Il pourrait ainsi les inciter à se repositionner dans un pays de l'UE pour continuer à accéder à la compensation en euro et aux marchés où s'échangent les titres libellés en euro.

Enfin, le Brexit aurait des répercussions sur le segment de la banque de détail. Alors que l'environnement de taux bas pèse d'ores et déjà sur les marges bancaires, compte tenu de la prépondérance des taux variables outre-Manche sur les prêts hypothécaires, la nouvelle baisse des taux directeurs de 50 pb que nous anticipons, et sa diffusion à la partie longue de la courbe des taux seraient de nature à comprimer encore un peu plus les marges. Plus généralement, le ralentissement de la croissance et la baisse du marché immobilier (du fait d'une diminution des investissements étrangers et des revenus domestiques) pourraient s'accompagner d'une détérioration de la qualité des actifs bancaires et d'une diminution de la rentabilité des banques commerciales.

<sup>2</sup> La part des financements *wholesale* est néanmoins, en pourcentage du total de bilan, en baisse, de 3 points entre le point haut de septembre 2009 et avril 2016.

## ■ Credit Default Swaps journaliers

Spreads en point de base (dernières données : 6 juillet 2016)



Graphique 2

Sources : Credit Market Analysis / Datastream

– *Un traitement prudentiel des obligations sécurisées plus pénalisant*

Le Brexit pourrait faire perdre aux obligations sécurisées ou *covered bonds*<sup>3</sup> leur traitement préférentiel en capital et en liquidité accordé dans le cadre de la réglementation bancaire européenne (*Capital Requirements Regulation* ou CRR du 26 juin 2013 et *Delegated Act* du 10 octobre 2014). Il pénaliserait donc la demande des investisseurs bancaires européens implantés hors du Royaume-Uni pour ces titres de dette britanniques émis principalement par Santander UK, Lloyds et Nationwide<sup>4</sup>.

Du point de vue du ratio de solvabilité, ces titres bénéficient aujourd'hui d'une pondération en risque minimale de 10%, contre 20% pour la dette bancaire non sécurisée. La fin de ce traitement préférentiel des *covered bonds* britanniques s'accompagnerait d'un durcissement de la pondération en risque pour cette catégorie de titres et les rendrait bien moins attractifs aux yeux de banques ou de sociétés d'assurance situées dans un pays de l'Espace économique européen (et hors du Royaume-Uni).

En ce qui concerne le calcul du *Liquidity Coverage Ratio* (LCR), ces titres étaient considérés, sous certaines conditions, comme parmi les plus liquides après les emprunts d'État. Si le Royaume-Uni restait membre de l'Espace économique européen ou si un accord de réciprocité venait à être négocié avec l'UE, ces obligations conserveraient un traitement favorable au même titre que les *covered bonds* norvégiens. Dans le cas contraire, les obligations sécurisées britanniques s'aligneraient, par exemple, sur les titres canadiens ou australiens, en restant éligibles au LCR mais avec un

<sup>3</sup> Une obligation sécurisée est un instrument de dette émis par un établissement de crédit et dont le remboursement est sécurisé par un portefeuille de créances hypothécaires et/ou de prêts au secteur public.

<sup>4</sup> Tandis que les établissements de crédit sont les principaux émetteurs de *covered bonds*, ils sont également les principaux souscripteurs en Europe de cette catégorie de titres après les sociétés d'assurance et les fonds communs (*mutual funds*).

*haircut* au numérateur plus important que pour les *covered bonds* émis par les établissements de l'Espace économique européen<sup>5</sup>.

– *L'incidence du Brexit sur le paysage bancaire*

Peu après la crise, le gouvernement avait fait part de son intention de promouvoir l'implantation de nouveaux entrants bancaires et non bancaires sur le marché *retail*<sup>6</sup>, sans que celle-ci ait conduit jusqu'à présent à remettre en cause la prédominance des acteurs historiques ou *big five* (HSBC, Barclays, RBS, Lloyds et Standard Chartered). La sortie de l'UE pourrait toutefois porter un coup d'arrêt à ce mouvement d'intensification de la concurrence. D'une part, les nouvelles *challenger banks* et, notamment les plus petites d'entre-elles, ont vu leur valeur boursière reculer sensiblement au matin de l'annonce des résultats du vote, rendant plus incertain le renforcement de leur structure financière par émission d'actions nouvelles. D'autre part, leur ancrage sur leur marché domestique les expose davantage au cycle conjoncturel interne et/ou à une éventuelle correction du marché de l'immobilier résidentiel, que les grandes banques diversifiées géographiquement (HSBC, Standard Chartered et Barclays dans une moindre mesure).

En outre, le Trésor a décidé de reporter à 2017 la reprivatisation de RBS, qui avait fait l'objet d'un sauvetage public post-crise, en raison du contexte actuel peu favorable. Si le gouvernement était encore confiant peu avant les résultats du référendum pour mener à bien, et au plus vite, la cession de ses participations publiques dans RBS (73% du capital à fin décembre 2015), celui-ci ne serait pas aujourd'hui en mesure, contrairement à son objectif initial, de créer « de la valeur pour le contribuable » en cas de cession. En effet, la valorisation boursière actuelle de RBS (à environ 15 pences par action au 6 juillet 2016) reste de loin inférieure à son prix de souscription (de 50 pences par action), ce qui conduirait le Trésor à réaliser une moins-value substantielle s'il venait à céder ses titres.

Le Brexit aura indéniablement d'importantes répercussions sur l'industrie bancaire et financière outre-Manche. Au vu des multiples incertitudes entourant l'onde de choc provoquée par les résultats du scrutin au matin du 24 juin 2016, il est encore trop tôt pour en apprécier la portée. Les éléments mentionnés dans cette note ne sont ainsi en rien exhaustifs et appellent des développements complémentaires, au gré des évolutions et décisions ultérieures des autorités.

<sup>5</sup> D'après l'acte délégué du 10 octobre 2014, les *covered bonds* émis par un établissement de crédit situé dans l'Espace économique européen sont éligibles au LCR avec un *haircut* au numérateur d'au moins 7%. Ceux émis par une institution bancaire d'un pays tiers sont éligibles au LCR avec un *haircut* au numérateur d'au moins 15%.

<sup>6</sup> L'une des recommandations du rapport Vickers de l'Independent Commission on Banking (ICB) de septembre 2011 visait à stimuler la concurrence : i) en donnant la possibilité aux clients de changer rapidement et à moindre coût de banque et ii) en facilitant les conditions d'entrée de nouveaux acteurs via l'allègement des formalités administratives et la réduction du délai de délivrance des agréments.