

Le vote du Royaume-Uni est un coup de tonnerre dans le ciel européen. Issue peu probable il y a quelques jours, la victoire des eurosceptiques a rendu fous la presse et les marchés financiers. Le début d'une nouvelle crise ou une opportunité pour acheter à bon compte ?

Le Brexit : une si mauvaise nouvelle pour vos investissements ?



Il est indéniable qu'à première vue la nouvelle n'a pas de quoi réjouir : membre important de l'UE, contributeur de premier plan au budget (12,6% en 2015), puissance diplomatique et militaire (plus grande dépense militaire de l'UE), la défection du Royaume-Uni est le signe d'une équipe européenne qui se désolidarise en plein cœur d'une situation politique difficile chez de nombreux membres. Les conséquences économiques de la sortie du marché unique risquent d'être douloureuses... pour nos voisins d'Outre-Manche.

Les effets de cette apparente mauvaise nouvelle sont clairement définis et étalés dans le temps. Une vote « Remain » aurait eu le mérite d'un soulagement éphémère, mais sans lendemain. En effet, comment s'assurer du caractère définitif d'un vote en faveur du « Remain » ? La mise en place de l'accord arraché par David Cameron le 19 février dernier n'aurait fait qu'ouvrir la porte aux revendications populistes de tous bords, qui, à terme, auraient remis en cause « l'idéal » européen.

Selon nous, le risque le plus important est celui d'une sortie réussie, d'ici deux ou trois ans, qui ferait dire que l'Union Européenne ne serait en fait rien de plus qu'un boulet à la cheville de ses membres. D'ici là, l'UE aura à cœur de décourager les possibles sortants en pénalisant le Royaume-Uni mais aussi en proposant des solutions sur l'immigration à ceux qui ont des velléités de sortie. Plutôt qu'un cataclysme, il faut y voir une opportunité : celle de prendre acte de la différenciation grandissante entre les États membres de l'UE.

A ce stade, il nous semble que le marché intègre aujourd'hui un risque de délitement de l'UE peu probable dans les toutes prochaines années. Les marchés se sont alignés sur le risque d'une crise financière qui engloutirait le reste de l'UE : le scénario d'une crise à l'échelle du continent a gagné en crédibilité grâce aux récents sondages qui suggèrent un mécontentement croissant au-delà du Royaume-Uni, notamment en France, en Italie et aux Pays-Bas. Mais ce scénario nous paraît aujourd'hui exagéré.

En effet, bien qu'il apparaisse que le vote du Royaume-Uni soit révélateur d'une crise profonde, l'Union Européenne pourrait sérieusement ralentir la réaction en chaîne en proposant des solutions adaptées à ses membres, notamment sur le problème du contrôle de l'immigration si elle arrive à parler d'une seule voix. Ce n'est pas encore gagné, car il existe deux écoles au sein de la classe politique de l'UE : celle qui estime que l'intégration ne va pas assez loin et celle qui propose d'acter des différences entre les états membres et de lever le pied sur l'uniformisation des normes.

Au niveau des marchés financiers, la situation justifie un ajustement brutal, déjà partiellement effacé, mais sans doute pas une baisse durable des actions. Cette situation affaiblit l'euro, ce qui a deux avantages : d'une part, améliorer les résultats des entreprises exportatrices de la zone ; d'autre part, renchérir le dollar et donc de repousser la poursuite de la normalisation de la politique monétaire de la FED.

Depuis 18 mois, deux risques relativement antagonistes pèsent sur le marché :

- Le risque d'un ralentissement économique qui pèserait sur les résultats des entreprises, ce qui implique des banques centrales accommodantes.
- Le risque de tension inflationniste (en particulier aux USA), sous l'effet du marché du travail qui ouvre la voie de la normalisation de la politique monétaire américaine.

Force est de constater que le deuxième risque est celui qui a le plus effrayé les investisseurs comme le montre la correction de l'hiver dernier. Cependant, le Brexit l'a rendu caduc – ou l'a du moins différé pour 2017. Pour sa part, le premier risque n'a pas ébranlé les marchés hier grâce aux injections de liquidités. On voit mal comment il le ferait aujourd'hui alors que les Banques Centrales sont sur le pied de guerre.

La difficulté pour les marchés est d'intégrer dans les cours un tel évènement. Pour le mettre en perspective, il est utile d'analyser les effets des 14 chocs passés sur les bourses durant les 70 dernières années, comme la faillite de Lehman Brothers, le crack de 87, Pearl Harbor... en moyenne, le S&P500 a mis 18 jours pour atteindre son point le plus bas et a baissé en moyenne de 10,8%. 72 jours plus tard, leurs cours revenaient à un niveau identique à celui d'avant le choc.

Comme en février dernier, **nous recommandons d'augmenter les expositions** dans la mesure où on peut accepter un surcroît de volatilité. Nous vous proposons trois idées d'investissement :

- Rester au cœur de la crise et oser profiter d'un fort rebond sur les **banques de la zone euro**. Avec un P/B de 0,48 et un rendement moyen proche de 4%, leur valorisation a retrouvé le niveau de la crise de 2012 dont l'ampleur était sans commune mesure avec le « Brexit ». De plus, la BCE a maintenant pris en compte le caractère néfaste des taux négatifs pour le bilan des banques. Elle a initié une opération de refinancement dans l'ombre du Brexit. Avec le TLTRO2, la BCE permet aux banques d'emprunter de l'argent gratuitement pour 4 ans. Et si ces dernières augmentent leurs prêts aux entreprises et aux ménages de plus de 2,5% en deux ans, alors elles peuvent bénéficier de taux négatifs.

- Se tenir à distance du Brexit et investir sur le marché de **Hong-Kong** (cf. Prism'Marchés n°35) et le **Japon**. L'économie Japonaise est extrêmement exportatrice et le principal moteur des actions est sa devise : ainsi, quand la monnaie est dépréciée, le pays récupère de la croissance ; ce qui fait que la bourse est très corrélée au cours du Yen. Or, avec sa politique de taux négatif puis son inaction par deux fois, la Banque Centrale a renforcé le yen ; ce renforcement s'est fortement accentué à cause de la recherche de sécurité des investisseurs étrangers suite au Brexit. Le yen s'est apprécié de près de 20% depuis le début de l'année. De son côté, le Nikkei a baissé de 22% depuis son point haut de décembre 2015. L'échec des Abenomics est maintenant total. Nous anticipons que les autorités mettront en place un programme d'investissement directement financés par la BoJ dans les mois à venir. Graphiquement, le Nikkei se trouve dans un immense canal horizontal depuis 20 ans entre 8.000 et 20.000 points dont on s'attend à une cassure par le haut à moyen terme. Cela offrirait un potentiel de hausse considérable : nous conseillons donc l'achat d'ETF Nikkei couvert du risque de change pour profiter de façon optimal de cette perspective.

- Vendre la volatilité (car même si l'incertitude politique demeure, la volatilité devrait baisser). Cela pourrait être profitable grâce à notre allocation **VOLATILITE**.

Dans une vision de long terme, disons à 5 ans. Le vote du Royaume-Uni reflète un rejet de la mondialisation, comme le phénomène Trump reflète le retour de l'isolationnisme chez leurs cousins américains. Depuis l'entrée de la Chine dans l'OMC en 2001, la mondialisation a été à l'origine d'un formidable choc déflationniste. Le repli sur soi des économies occidentales crédibilise un retour progressif de l'inflation à long terme si cette tendance globale se confirme. Nous le pensions. Parallèlement à cela, les investisseurs se ruent vers des emprunts d'état offrant des taux proches de 0.

La discordance entre le comportement des marchés obligataires et la perspective d'un retour de l'inflation, fut-elle encore floue et dans des termes encore à définir, portent les germes de prochaines opportunités pour certains et de déconvenues majeures pour d'autres. Nous vous proposons l'allocation **INFLATION PROTECTION** pour vous protéger de la deuxième éventualité.

Nous conservons notre message optimiste pour l'été comme expliqué dans PRISM' Marchés de juin où vous retrouverez un tableau récapitulatif. Nous recommandons d'augmenter la prise de risque dans les allocations. Nous insistons sur la diversification géographique qui a toujours été au cœur de notre stratégie.