

1^{er} juillet 2016,

Brexit : entre prudence et opportunités d'investissement - L'analyse des gérants de Karakoram -

Pourquoi le « Brexit » ne signifie pas « crise financière » et pourrait même créer des opportunités d'investissement ?

Les Britanniques, fortement mobilisés, ont finalement choisi de mettre un terme à près de 40 ans de participation à la construction européenne. L'issue de ce referendum montre que les thèmes de souveraineté et d'immigration prévalent aux yeux des Anglais sur ceux liés à l'économie. C'est désormais au Parlement britannique qu'appartient la décision finale et irrévocable.

Après l'effondrement des bourses européennes en ce 24 juin 2016, réaction probablement épidermique, nous pensons que les marchés vont rester fragiles à court terme, sans pour autant sombrer sur fonds de crise financière. A moyen terme, il existe même certaines raisons de garder de l'espoir, à condition que nos politiques le décident !

1- Du point de vue économique, le Brexit impactera avant tout l'Angleterre.

Le Brexit entraîne principalement une incertitude au Royaume-Uni tant sur le plan institutionnel (procédure de retrait qui peut durer entre 2 et 4 ans) que sur le plan économique avec une baisse probable du climat des affaires ainsi qu'une chute des investissements étrangers pouvant provoquer une récession. Concernant les impacts sur les échanges commerciaux entre le pays et ses partenaires européens, seuls 10 % des flux de marchandises et services de l'UE sont destinés au marché britannique, alors que les exportations à destination de l'Europe représentent près de la moitié des exportations du Royaume-Uni. La quasi-totalité des estimations aboutissent à un impact négatif sur la croissance britannique plus ou moins important, de l'ordre d'une baisse de croissance de 1% à 7% par rapport à la situation actuelle.

En revanche, même si le poids du PIB de l'UE sera amputé de 15 % (quote-part du Royaume-Uni), ce qui le fera passer symboliquement derrière celui des Etats-Unis, l'impact sur la croissance de la zone Euro est estimé comme relativement modeste. Il faut naturellement pondérer l'effet négatif de la chute des exportations à venir vers le Royaume-Uni des effets positifs que provoqueront les relocalisations d'activités du Royaume-Uni vers la zone Euro. Pour éviter que les exportateurs européens souffrent d'avoir un grand partenaire commercial avec une demande domestique déprimée et une devise si faible, il semble maintenant impératif d'accélérer le process de sortie.

2- Du point de vue politique, le Brexit pourrait représenter une immense opportunité.

Le choix britannique pourrait apporter de l'eau au moulin des partis eurosceptiques partout en Europe. En effet, sur le plan politique, le signal est une nouvelle fois donné pour une remise en question générale du fonctionnement des instances bruxelloises, ce qui est préoccupant. Nous pouvons imaginer que certains pays comme le Danemark, la Finlande ou les Pays-Bas en viennent à se poser la même question dans les années à venir. L'Espagne doit voter à nouveau pour désigner son parlement ; en Italie, le Mouvement 5 étoiles de Beppe Grillo, qui a adopté un positionnement très eurosceptique, a remporté des victoires symboliques lors des municipales du 19 juin comme la mairie de Rome... Une contagion politique est donc possible, même si elle mettra sans doute du temps à se concrétiser. Mais ce scrutin peut aussi jouer le rôle d'un électrochoc pour les dirigeants européens, les amenant à relancer le projet européen, plus intégré, plus solidaire, plus expansionniste, plus efficace sur les sujets d'immigrations et de terrorisme, principales préoccupations de nos concitoyens.

3- Du point de vue des marchés financiers, d'importantes opportunités se présentent pour le moyen terme.

A la différence de la question du Grexit qui avait agité les marchés entre 2011 et 2015, la décision britannique n'engendre aucun risque systémique du fait de la non-appartenance de ce pays à la monnaie unique.

La situation actuelle n'est pas non plus comparable à la crise financière déclenchée par la faillite de Lehman Brothers. A cette époque, la disparition de la banque déclenchait en effet des pertes collatérales, soudaines et définitives, de près de 500 milliards. Ce n'est pas le cas aujourd'hui, le système financier semble immun face à un impact principalement concentré sur le commerce international. Point majeur, les banques ont des niveaux de capitaux règlementaires très élevés et un guichet sans limite ouvert auprès de la BCE. Il n'y a pas de crise de liquidité bancaire possible. D'ailleurs, en ce qui concerne les banques centrales, ces dernières n'auront pas d'autre choix que de mettre en œuvre de nouvelles mesures non conventionnelles, et ce sans attendre de voir le réel impact du Brexit sur l'économie, l'inflation et le système financier.

Une nouvelle ère de Quantitative Easing va probablement s'ouvrir très prochainement. Probablement la dernière, il ne faudra pas rater son impact sur les actions, en particulier européennes. Leur décote sur les marchés américains atteint désormais plus de 30% ; c'est un record qu'il faudra mettre à contribution dans les prochaines semaines.

En conclusion : prudence à court terme, opportunités à moyen terme. Même si la chute des marchés a été brutale à court-terme, elle ne devrait pas durer car le Brexit ne produira pas un effet de masse sur l'économie mondiale. Nous ne divergeons pas avec la vision consensuelle qui consiste à dire que les marchés vont rester volatils et fragiles, en revanche, nous insistons sur les opportunités d'investissements qui apparaissent aujourd'hui, avec une approche de moyen terme. Avec les liquidités dégagées dans nos fonds dans les jours précédents le Brexit, notre mission et notre objectif seront donc de profiter des phases de repli des marchés pour progressivement relever l'exposition actions des portefeuilles.

En termes de repère, nous pensons qu'un point d'achat important serait le suivant : des révisions de 5% à la baisse des bénéfices des entreprises liées au Brexit, un retour sur les points de valorisation des derniers niveaux de stress (octobre 2014, septembre 2015 et février 2016) soit 12.2x en moyenne. Il faut garder en tête que le QE en cours engendre des taux anémiques et limite la baisse de valorisation. Cet exercice donnerait des niveaux inférieurs de 5% aux valorisations actuelles, soit relativement proches. Dans cet esprit, nous avons choisi de couper une partie des couvertures optionnelles mises en place en amont du referendum britannique dès le vendredi 24 juin matin ; ces outils nous paraissant désormais surévalués et sans dynamique de protection.