



FINANCIÈRE  
ARBEVEL

10-12, avenue de Messine  
75008 PARIS - FRANCE  
Tél. : +33 (0)1 56 59 11 33 - Fax : +33 (0)1 56 59 11 39  
[www.arbevel.com](http://www.arbevel.com)

Paris, le 27 juin 2016

## Brexit - Un mal pour un bien ?

Les temps changent... souvenez vous, au lendemain de l'élection présidentielle française de 2012, David Cameron déroulait le tapis rouge aux entreprises françaises souhaitant s'installer en Angleterre ! Que dirait-il aujourd'hui? Les anglais ont décidé de sortir de l'Union Européenne et d'engager ainsi un processus qui pourrait prendre deux ans dès lors que l'Article 50 du traité de Lisbonne balisant tout retrait sera invoqué. L'histoire retiendra l'erreur historique du premier ministre, la volonté des jeunes de rester, le souhait des retraités de sortir, la mine défaite de Boris Johnson à l'annonce du résultat réalisant le point de non-retour vers lequel il a précipité le peuple anglais, la pétition du désespoir une fois la mesure tragique de l'événement pleinement appréciée. Mais ce qui est fait, est fait et la marche arrière interdite... bien que les premières réactions semblent confuses une fois les mensonges de campagne révélés !

### *Des jours difficiles en vue pour le Royaume-Uni*

Les conséquences les plus douloureuses et les plus directes seront surtout pour les britanniques. Du point de vue politique, ils s'isolent un peu plus et le rapport de force à l'aube de la négociation de la sortie de l'UE n'est clairement pas à leur avantage (les « leaders » européens n'ont eu de cesse de brandir la position « dure » en cas de Brexit). Les écossais et pourquoi pas les irlandais du nord pourraient assez rapidement demander leur indépendance afin de se rapprocher de l'UE. D'un point de vue pratique, les visas pourraient refaire leur apparition et avec eux la liberté de mouvement à mettre au passé. Mais surtout, le Royaume-Uni (qui risque de bien mal porter son nom dans les semaines à venir) risque de devenir peu attractif pour les capitaux étrangers. En vertu de la perte de fait de son passeport bancaire, la BCE pourrait demander la relocalisation de certaines opérations de compensation sur le vieux continent. Certaines banques avaient prévenu de la perte de centaines voire de milliers d'emplois et passeront à l'acte. D'autres industriels reverront leurs politiques tarifaires afin de s'ajuster à la chute de la livre. Le fort déficit anglais de balance des paiements sera également plus délicat à manœuvrer. Et c'est sans compter sur la réaction des agences de notation... Les premières banques viennent ainsi de réduire leurs anticipations de croissance de 2% à ... 0% pour le Royaume-Uni en 2017. Il devient difficile d'investir sereinement dans la zone à moyen terme.

### *Des risques, mais aussi des opportunités pour l'Union Européenne*

Pour la vieille Europe, les conséquences sont surtout politiques. La perte du Royaume-Uni est à tempérer. L'Union Européenne est une construction économique, diplomatique et monétaire. Le Royaume-Uni n'a jamais fait parti de l'union monétaire et dispose de sa propre banque centrale réellement indépendante (contrairement au Danemark, par exemple). De la même manière, le Royaume-Uni n'a jamais usé de sa voix diplomatique ou militaire, de concert avec l'Union Européenne, se rapprochant plus volontiers, comme toujours historiquement, des Etats-Unis.

D'un point de vue économique, le rôle des britanniques était trouble : partenaire intégré sur le volet commercial, ils étaient au contraire en opposition constante sur les volets économiques, particulièrement sur l'uniformisation fiscale ou la centralisation économique. Dans ce cadre, avec une construction bancaire avec le



Royaume-Uni qui n'avait de cesse de demander une situation privilégiée tout en freinant systématiquement la construction européenne, la sortie était sans doute la voie la plus souhaitable.

Deux chemins s'ouvrent désormais à l'Europe. Le cas le plus défavorable serait une lente descente aux enfers avec des sorties régulières des membres de la Zone Euro. Une embellie très nette de la situation anglaise augmenterait naturellement la probabilité d'un tel scénario. Ce scénario paraît aujourd'hui peu probable vu la réaction des marchés et des entreprises.

L'autre chemin nous entraînerait sur une construction cohérente de l'Europe, avec une harmonisation fiscale et une gouvernance économique qui ne se résume pas à un monstre bureaucratique. Espérons que ce BREXIT créera un électrochoc qui permettra à nos élites, menacées, de se montrer enfin à la hauteur.

Le vote espagnol, guère favorable aux partis populistes et anti-européen, donne l'impression qu'à ce stade, l'exemple du Royaume-Uni effraie plus qu'il ne convainc.

Du référendum grec au Brexit, les volontés de se rebeller contre la zone euro n'ont pour l'instant pas semblé récompensées. A l'Union Européenne de montrer aux autres pays qu'ils auront eu raison d'y rester.

### ***Encore des perturbations temporaires qui nous poussent à privilégier les valeurs « micro-économiques » contre les valeurs « politiques »***

En attendant la réponse des politiques, les banques centrales vont devoir répliquer rapidement aux risques de contagion car les sur-réactions sont tout à fait possibles (voire sont devenues la règle ces dernières années). N'oublions pas que la BCE s'est engagée sur un rythme d'achats de 80 mds EUR par mois de titres souverains et privés. Une taille suffisante pour faire capoter toute hausse des taux. La vague d'aversion pour le risque restera modérée sur le crédit mais pourra permettre de constituer des positions dans un marché qui était sans doute devenu un peu trop enthousiaste.

Sur le front des actions, les trimestres se suivent et se ressemblent. D'un côté, nous voyons émerger des valeurs « politiques » qui réagissent aux élections, et aux mouvements des régulateurs ainsi qu'aux gesticulations de nos élus. Ainsi les banques, qui baissent à chaque choc politique, pour remonter quand le régulateur semble vouloir limiter la pression, sont devenues des valeurs « politiques ». Les secteurs des télécommunications ou de l'énergie obéissent régulièrement à la même logique.

Au contraire, les valeurs industrielles, de consommation, de moyennes et petites tailles, opérant sur des marchés moins régulés, sont capables de tirer leur épingle du jeu et surtout subissent nettement moins les événements politiques sur le long terme, même si les secousses actuelles ne les épargnent bien sûr pas. Quand les valorisations des marchés sont assujetties à une telle volatilité, nulle entreprise ne peut être épargnée à court terme. En revanche, ces phases de consolidation offrent des points d'entrées attractifs sur des valeurs de qualité. C'est sur ce type de titres et sur des thématiques d'avenir bien identifiées que nous allons continuer à investir, particulièrement à l'approche des résultats du second trimestre.

En effet, dans ces périodes très complexes, nous préférons nous exposer à des managers compétents que nous avons choisis, et qui sont directement impactés par la performance de leurs entreprises, plutôt qu'à nos dirigeants politiques.

Nous continuerons d'être opportunistes dans cet environnement à la faveur de la diminution de l'onde de choc « Brexit » dans les semaines à venir.

**Si les perturbations sur les marchés ne sont pas à négliger et si la prime de risque pourrait augmenter, ces nouvelles perturbations politiques nous renforcent dans notre conviction de rechercher des entreprises de qualité et de nous focaliser sur la micro-économie.**

L'équipe de Gestion

*Achévé de rédiger le 27/06/2016*