



FINANCIÈRE
ARBEVEL

Paris le 16 juin 2016

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

« Brexit – Keep calm and take a deep breath »

La volatilité est de retour, un phénomène malheureux auquel il faudra s'habituer. Faux signal ou véritable source d'inquiétude ? Le référendum sur le Brexit affole les marchés. Si nul n'est en mesure d'apprécier pleinement les effets d'une sortie, nous considérons la volatilité propice à saisir des opportunités et se positionner selon nous tant le rebond de la macro-économie européenne est confirmé par le discours des entreprises que nous rencontrons régulièrement.

Petit retour en arrière sur les prophéties de ce début d'année : baril à 20\$, contre-choc pétrolier et crise bancaire sans précédent, Etats-Unis en récession, conséquences terribles sur la croissance européenne d'une dévaluation de la monnaie chinoise. Bref une économie mondiale en récession et une crise faisant ressembler la crise de 2008 à une promenade au parc lors d'une journée ensoleillée ! Ces mêmes observateurs nous annoncent désormais une dépression mondiale si le Royaume-Uni devait sortir de l'Union Européenne. N'allez pas croire que nous prenons systématiquement le contre-pied du consensus, mais nous essayons juste de prendre un peu de recul par rapport au bruit ambiant. S'il est difficile de prédire l'impact du Brexit aujourd'hui, nous pensons que les éventuelles conséquences de cet évènement semblent gérables.

« Brexit ou Bremain ? »

Deux sujets sont aujourd'hui indissociables et difficiles à évaluer : la probabilité d'un Brexit et ses conséquences éventuelles. Tout d'abord, il n'est pas évident de déterminer si un éventuel Brexit serait négatif à moyen terme pour la zone euro. Certains disent que ce serait ouvrir la boîte de Pandore. Mais cela ne semble pas si simple. En effet, avec la montée du populisme et du sentiment anti-européen, et ce malgré le retour de la croissance en zone euro, il faudra bien un jour tester une sortie de l'Union Européenne. Si cela peut intervenir sur un pays qui n'est pas réellement intégré, et dont la sortie sera peu pénalisante pour la zone, ce serait peut-être plutôt positif.

La sortie du Royaume-Uni aurait de lourdes conséquences... pour le Royaume-Uni. Difficulté du commerce extérieur (suite à la fin des traités de commerce liés à l'Union Européenne), chute de la Livre Sterling, hausse du coût des importations, interventionnisme de la banque centrale qui relancerait son programme d'achat de dettes (pour freiner la hausse des coûts de financement des entreprises domestiques). On ne peut pas en dire autant de la zone euro. Le ministre des Finances britannique déclare que c'est un trou de plus de 30 milliards qu'il faudra combler dans les finances publiques en cas de Brexit. Et comme il n'existe pas de solution miracle (les achats de la banque centrale ont aussi leur limite), cela sera réalisé par des hausses d'impôts ainsi qu'une baisse des dépenses publiques dans la santé et l'éducation notamment. A bon entendre....



Bien sûr les 3 milliards de contributions nettes annuelles du Royaume-Uni seront perdues, mais l'impact sur les entreprises sera très modéré. Ajoutons que le Royaume-Uni pose un veto quasi-systématique sur les politiques d'harmonisation fiscale pourtant nécessaires en Europe. Au niveau mondial, la faiblesse du PIB anglais (3% du PIB mondial) laisse supposer un impact anecdotique sur l'économie mondiale d'un éventuel Brexit.

Si la volatilité risque de perdurer, y compris après le vote, il est clair que les conséquences de long terme du vote, quel qu'en soit le résultat, nous semblent nettement surestimées par le marché.

« Macro-économie : l'Europe, enfin ? »

Si l'économie mondiale a suscité beaucoup d'inquiétudes depuis le début l'année, la Chine semble se faire plus discrète (bien que les problèmes de dettes privées ne soient pas réglés). Les Etats-Unis ralentissent, certes, mais avec une croissance toujours proche de 2% et un consommateur (garant historique de la croissance mondiale) qui se porte de mieux en mieux, entre hausses salariales et reprise de l'immobilier. Le pétrole a terminé sa chute et aux niveaux actuels, il ne semble plus être une menace de crise pour l'économie mondiale.

Et l'Europe, dans ce contexte apaisé, est la seule zone qui connaît actuellement une accélération de sa croissance. Avec des prêts aux ménages dynamiques, un retour de la confiance, et même une accélération des prêts aux entreprises non-financières, les voyants sont enfin au vert. Il n'est plus temps de déprimer.

« Micro-économie : la confirmation des entreprises ? »

Nous avons eu l'occasion de répéter que bien loin de la sinistrose reflétée par les médias, les prévisions de début d'année des entreprises traduisaient une prudence dans un contexte complexe, davantage qu'une inquiétude. Les résultats du premier trimestre sont venus confirmer notre vision. Les entreprises que nous rencontrons (encore la semaine dernière à Berlin où notre équipe de gestion était présente) confirment la reprise dynamique de la zone, et restent enthousiastes et positives. Les avis sont bien sur plus contrastés sur la Russie et le Brésil. Ils semblent confirmer que, même dans un monde sans croissance forte, certains secteurs innovants et bien positionnés continuent de suivre une dynamique puissante de développement.

« Mais pourtant les marchés américains surperforment toujours ? »

L'enthousiasme actuel sur l'Europe n'est pas nouveau. Pourtant les indices américains (S&P) semblent toujours surperforment les marchés européens. La résistance en raison de forts volumes et d'une liquidité abondante, l'image de solidité de la zone américaine, la tendance des institutionnels américains à vendre à découvert les marchés européens pour se couvrir sont autant de facteurs qui expliquent la sous-performance européenne.

Pourtant, cette sous-performance est principalement localisée sur les indices large-caps qui souffrent également de leurs fortes pondérations en secteurs régulés (Télécommunications, Banques, Utilities).

En revanche, quand nous nous intéressons à notre terrain de jeu favori, les petites et moyennes entreprises, les performances sont bien plus importantes et ne souffrent plus de la comparaison avec leurs cousins américains. Avec des entreprises en forte croissance autonome, et sur lesquelles nous avons une véritable valeur ajoutée (car elles sont peu analysées), nous sommes confiants de pouvoir créer durablement de la valeur.

C'est pourquoi cette période troublée nous semble être une bonne occasion de réaliser des investissements de long terme pertinents.

L'équipe de Gestion

Achévé de rédiger, le 15/06/2016