



Le Brexit aura-t-il un véritable impact sur le PIB en Europe ?

Baisse possible de -0.3% du PIB européen sur trois ans. Entrée en vigueur du Brexit pas avant 2019. Pas de risque majeur de déstabilisation. La zone euro peut sortir renforcée de cette crise.

Points clés

- L'incertitude liée au Brexit annonce-t-elle un vrai choc économique en zone euro ?
- Le PIB européen pourrait diminuer de -0.3%
- L'Union européenne devra attendre la décision britannique pour entamer des négociations
- Le Brexit pourrait n'entrer en vigueur qu'en 2019
- L'incertitude mesurée par les marchés financiers montre déjà une diminution de l'inquiétude
- Peu de véritables risques de déstabilisation de la zone euro sur le plan économique et politique
- La zone euro peut-elle sortir plus forte de ce séisme politique ?
- La baisse des rendements du Bund en-dessous de -0.4% réduit l'univers de titres éligibles pour la BCE
- Le temps pour des politiques budgétaires moins restrictives

contraire prendre son temps avant même d'annoncer formellement sa décision de sortie, conformément aux exigences de l'article 50 du traité de l'Union.

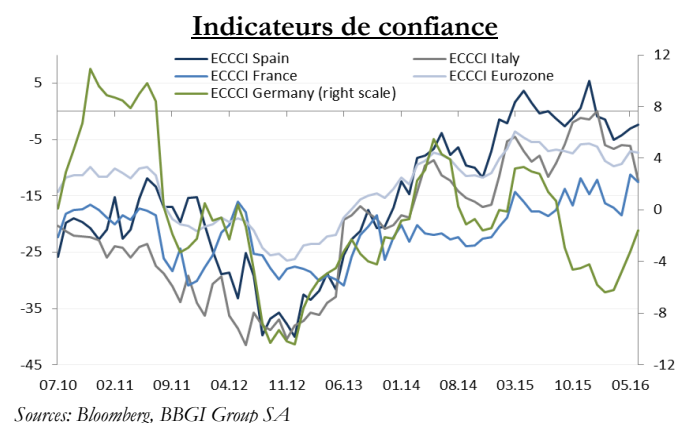
L'Union européenne devra donc attendre le bon vouloir des Britanniques pour entrer en négociation, ce qui pourrait prendre encore plus de temps qu'escompté lors de l'annonce de la démission du 1^{er} ministre Cameron. La période d'incertitude qui a débuté le 23 juin n'est donc pas prête de s'achever, même si le Royaume-Uni a fini par se décider à annoncer sa volonté de sortie avant la fin de l'année. Nous l'avons déjà évoqué avant le référendum, la sortie du Royaume-Uni prendra du temps. Le délai de deux ans prévu par le traité de l'UE pourrait d'ailleurs être allongé si nécessaire avec l'accord des deux parties. Le Brexit pourrait donc entrer en vigueur en 2019 après deux ans de négociations, si cette clause de prolongation possible n'est pas activée. La phase d'incertitude qui a débuté le 23 juin pourrait donc perdurer. Au lendemain du vote, ce manque de visibilité a souvent été évoqué comme un facteur important de déstabilisation de l'UE et de la zone euro aux conséquences peut-être importantes sur le plan monétaire et économique.

L'incertitude liée au Brexit annonce-t-elle un vrai choc économique en zone euro ?

Le vote des Britanniques était une surprise et un choc politique indéniable pour les populations et les pays de l'Union européenne. Ses effets sont naturellement difficilement estimables avec précision alors même que les conditions du divorce semblent difficiles à imaginer. Il est en effet extrêmement complexe, même pour les économistes les plus experts, d'estimer quelles seront les conséquences économiques potentielles pour la zone euro d'un retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne.

Les réactions ont naturellement été vives de part et d'autre de la Manche sur le plan politique notamment. La position de l'Union européenne favoriserait un engagement rapide des négociations, alors que le Royaume-Uni veut au

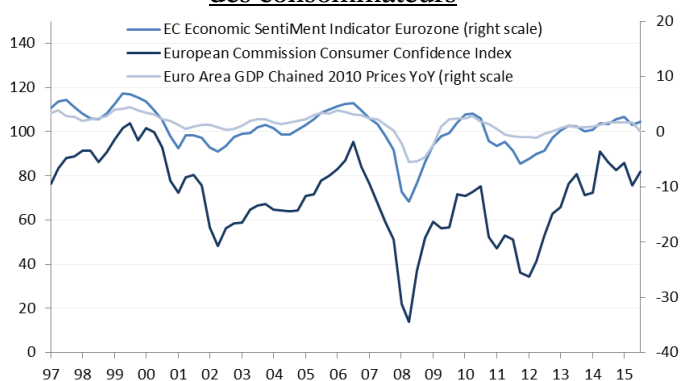
Comment mesurer le degré d'incertitude, sa persistance et ses effets possibles sur la valorisation des actifs financiers à court et moyen termes ?



Avant le référendum, la confiance des consommateurs en Europe s'améliorait régulièrement depuis 2012, avant de fléchir légèrement en Italie et en Espagne. Les consommateurs allemands et français semblaient pourtant sur une dynamique toujours positive. Avant le Brexit, les entreprises et les ménages étaient de plus en plus confiants sur les perspectives conjoncturelles, mais il est probable que les prochaines statistiques montreront un peu moins d'optimisme, sans remettre en question la tendance de fond.

Pour l'heure c'est surtout du côté des marchés financiers que la hausse des incertitudes s'est matérialisée. Elle s'est essentiellement manifestée par des dégagements dans les marchés actions et par un retour sur des valeurs refuges comme l'or et les obligations gouvernementales européennes. Mais les fortes chutes enregistrées en deux jours ont ensuite été suivies de vagues de réinvestissements et de nouveaux achats, qui ont permis à certains marchés actions de retrouver leurs niveaux de cours précédant le Brexit (le FTSE 100 a dépassé le niveau de 6'400 points et l'indice S&P 500 est à nouveau à 2'100 points). L'incertitude du Brexit ne semble donc pas avoir eu d'effet au Royaume-Uni, aux Etats-Unis ou même en Chine d'ailleurs. En Europe continentale, les marchés sont encore en baisse de -12% depuis le début de l'année, le rebond des derniers jours n'a pour l'instant effacé que la moitié environ de la correction post-Brexit.

Eurozone PIB, confiance économique et confiance des consommateurs



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La situation reste cependant moins favorable et témoigne de la persistance des inquiétudes des investisseurs pour la zone euro.

Mais comment peut-on évaluer les risques et les conséquences sur le plan économique de cette nouvelle situation totalement inconnue ?

Les entreprises décideront-elles de repousser leurs investissements ? Les ménages réduiront-ils leurs dépenses de consommation ?

Et quid des risques politiques ?

Peu de véritables risques de déstabilisation de la zone euro à craindre

Les deux principales sources de risque évoquées depuis quelques jours sont avant tout économiques et politiques. Les risques économiques sont souvent liés aux relations commerciales existantes entre les divers pays de la zone euro et le Royaume-Uni. La chute de la livre pénalisera les économies plus exposées aux importations britanniques. L'Allemagne devrait être plus affectée que la France sur ce point, mais rappelons que les exportations de ces deux pays vers le Royaume-Uni ne représentent pas plus que 2% à 3% de leur PIB. En termes d'échanges commerciaux, le Brexit n'a donc pas une importance majeure pour la zone euro. C'est donc essentiellement au travers d'une augmentation des incertitudes et d'une éventuelle chute de la confiance que le Brexit pourrait développer des effets notables sur les perspectives conjoncturelles en zone euro. Mario Draghi lui-même se déclarait en accord avec les économistes prévoyant un impact possible du Brexit de -0.3 à -0.5% sur la croissance du PIB en zone euro sur les trois prochaines années. Une estimation clairement inférieure aux prévisions souvent trop pessimistes redoutées.

Quant à la question de savoir qui pourrait bénéficier le plus d'une future réaffectation des activités de services financiers qui quitteraient hypothétiquement Londres, bien malin celui qui pourrait dire si le secteur financier parisien, fort d'environ 150'000 collaborateurs, sera privilégié à celui de Francfort, deux fois plus petit.

Sur le plan politique, le Brexit a galvanisé les partis europhobes, mais il n'est pas sûr qu'une fois passée la première heure de contentement, ceux-ci puissent réellement capitaliser sur le vote de sortie britannique. Les conditions du vote et les déclarations des leaders de UKIP au lendemain des élections ont largement choqué une partie de la population. Nombreux sont désormais ceux qui ont le sentiment de s'être fait voler leur vote. Les votations en Espagne n'ont pas été influencées par le Brexit et ont plutôt été un revers pour le parti Podemos. L'Italie est peut-être plus sensible aux arguments des partis non gouvernementaux. Les élections d'octobre pourraient être l'occasion d'une démonstration publique d'insatisfaction à l'égard de l'UE. Une occasion de mettre en évidence les stratégies politiques différentes des gouvernements allemands et italiens pour réformer la zone euro. En Italie, Matteo Renzi militera pour une politique budgétaire moins restrictive, mais un échec pourrait augmenter les risques d'une éventuelle démission, qui pourrait ouvrir la voie à de nouvelles élections. Un éventuel succès du mouvement Cinque Stelle accroîtrait les risques d'un référendum. En France, François Hollande veut éviter à tout prix que la question du référendum ne devienne un enjeu des élections de 2017, alors qu'en Ecosse, un nouveau référendum d'auto-détermination a immédiatement refait surface. La

situation politique est donc très tendue avant le début de la pause estivale. La torpeur de l'été permettra peut-être un apaisement naturel des tensions.

La zone euro peut-elle sortir plus forte de ce choc politique ?

La confiance est un élément fondamental, s'engager sans attendre sur la voie de réformes massives en réaction au Brexit pourrait ne pas être la meilleure solution. D'autant que le vote en faveur du Brexit n'était finalement pas un vote contre l'UE, mais plutôt une réaction contre une immigration souvent jugée excessive. Il est sans doute prématuré d'engager des réformes radicales, encore faudrait-il d'abord pouvoir s'entendre sur leur éventuel contenu. La pause estivale permettra de retrouver un peu de sérénité et de confiance, elle sera peut-être aussi nécessaire pour entamer de vraies réflexions sur un renforcement de l'intégration politique et budgétaire, capable de soutenir par exemple un grand plan d'investissement européen dans les infrastructures. Nous verrons si la volonté politique se manifeste et si l'Allemagne prendra ses responsabilités à l'égard des autres pays de l'UE. A ce jour, l'Allemagne est la première puissance européenne à disposer encore d'un solde budgétaire positif, alors que les autres Etats membres enregistrent des déficits budgétaires parfois même supérieurs aux critères de Maastricht. Les prochaines semaines diront si c'est le camp de l'attentisme ou celui prônant une relance de l'intégration qui l'emportera.

Et la BCE dans tout cela ?

Le président de la BCE Mario Draghi a estimé que les dangers économiques générés par la décision britannique de sortir de l'UE étaient finalement certainement moins graves que ceux estimés. La croissance britannique sera plus faible, mais celle de la zone euro ne devrait pas fléchir plus que -0.3% à -0.5% du PIB sur les trois prochaines années. La dynamique de croissance actuelle a plutôt tendance à se renforcer et les effets négatifs du Brexit interviendront dans un contexte global en amélioration. Aussi, la BCE ne semble pas ressentir le besoin d'agir immédiatement, surtout à la lumière du rebond des marchés financiers des derniers jours, synonyme d'un certain retour à la normale relativement rapide. La BCE n'aura cependant plus beaucoup de nouveaux moyens d'action et devra sans doute procéder à une modification de son programme d'achat (PSPP). La chute des rendements du Bund pose un nouveau problème à la BCE en ce sens qu'elle réduit le stock de titres éligibles. Au cours des douze derniers mois, la BCE a racheté pour près de 200 milliards d'actifs. La limite inférieure de rendement fixée à -0.40% dans le PSPP est en effet dépassée par les obligations

allemandes dont le rendement est désormais passé en dessous du seuil pour un large segment de la courbe de taux. L'univers de titres souverains éligibles s'est donc contracté de près de -35%.

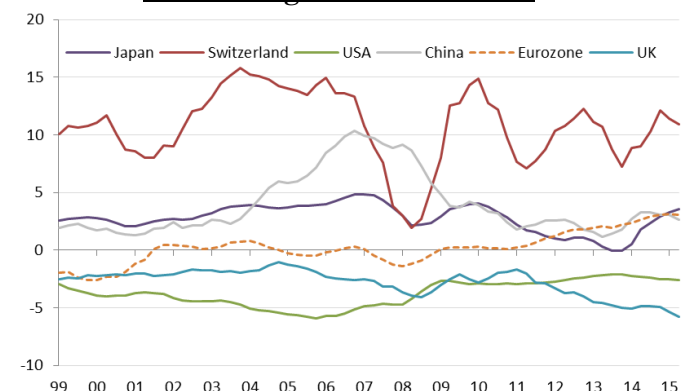
Mario Draghi avait présenté un paquet de mesures plutôt convaincant. Baisse de taux, rachat élargi d'actifs et mesures de relance du crédit. Cela fait à peine un mois que ces mesures commencent à être mises en œuvre. Le Brexit annonce sans doute encore un peu plus de mesures de soutien. Le changement de stratégie est volontaire, c'est certainement le moment de croire à la zone euro.

L'heure est venue d'adopter des politiques budgétaires moins restrictives en zone euro

Un budget pour la zone euro et plus d'investissements pour surmonter le Brexit? Le ministre des finances allemand n'est pas contre : plus prudent, il suggère plus d'intégration, mais lorsque la confiance sera revenue. Il faudra donc certainement attendre le prochain sommet de l'Union sans le Royaume-Uni le 16 septembre pour que les dirigeants européens présentent un plan de relance de l'UE. La relance par l'investissement semble être à nouveau à l'ordre du jour pour doper la confiance.

L'orientation budgétaire dans la zone euro s'était stabilisée sous l'impulsion de l'Allemagne à un niveau global de déficit plutôt faible en comparaison internationale. La Chine a accepté récemment d'accroître temporairement son déficit budgétaire pour soutenir son économie. En Europe, il est peut-être temps de compter sur les politiques budgétaires pour offrir un soutien à la reprise de la croissance économique.

Déficit budgétaire en % du PIB



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La difficulté de cette entreprise réside dans la mise en œuvre et le respect du Pacte de stabilité et de croissance. Maintenir la confiance en respectant ses limites tout en s'efforçant de mettre sur pied des politiques budgétaires propices à la croissance reste un objectif difficile à réaliser. Certains politiciens n'hésitent pas à s'engouffrer désormais dans cette brèche en considérant comme trop

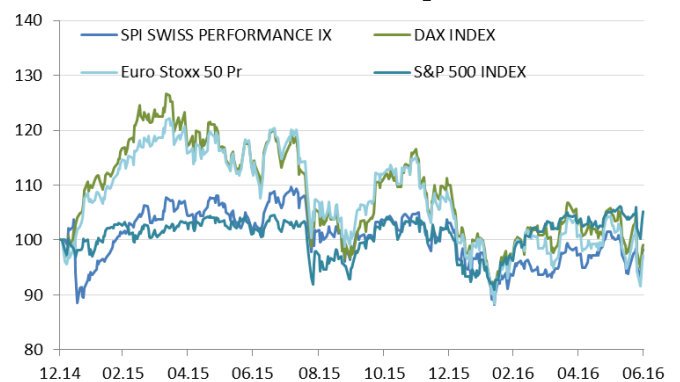
restrictives les politiques budgétaires menées dans la zone euro et appellent même à une réorientation du projet européen. La règle des 3% de déficit public maximum par rapport au PIB semble aujourd'hui trop contraignante et ne permet pas une action anticyclique des Etats européens qui pourrait être favorable à la croissance. Dans la zone euro, le déficit public agrégé n'est que de -1.8% du PIB. Clairement, la crise financière a permis des réformes structurelles dans les Etats du sud de l'Europe (Italie, Espagne, Portugal, Grèce), mais la situation en Allemagne est restée tout à fait unique en la matière. La rigueur budgétaire allemande s'est en effet très nettement affirmée pendant toute la crise par un affaissement à peine marqué entre 2009 et 2010 de son ratio, avant que celui-ci ne soit rapidement corrigé et ne revienne à l'équilibre dès 2012. L'Allemagne dispose de la plus forte marge de manœuvre pour une relance budgétaire globale, mais pour l'instant il ne semble pas raisonnable d'espérer une inflexion de la philosophie rigoriste allemande.

Les actions européennes ne méritent pas le désintérêt des investisseurs

Depuis le début de l'année, les actions européennes ont été délaissées en raison des risques liés au référendum, avant d'être une nouvelle fois pénalisées à l'annonce du Brexit. Mais la croissance se renforce pourtant et les statistiques économiques ont plutôt tendance à surprendre positivement les économistes. Les éventuels

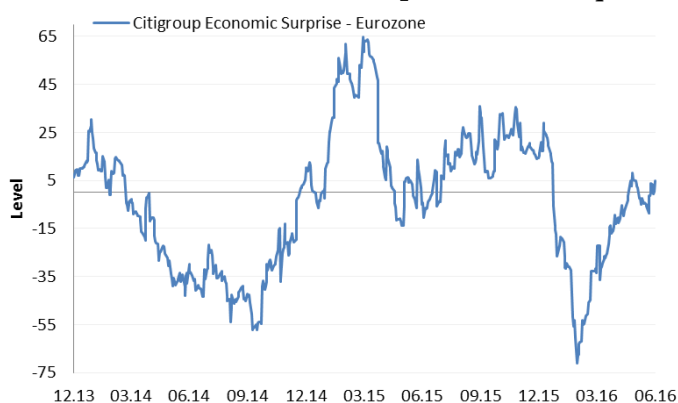
risques futurs l'emportent pour le moment sur la situation actuelle. Dans un tel contexte, il nous semble que les actions européennes n'ont en fait que peu de raisons de s'inquiéter du Brexit, car celui-ci n'aura pas d'impact majeur sur la marche des affaires et les bénéficiaires des grandes valeurs européennes. Ces dernières n'ont pas une exposition suffisamment importante au Royaume-Uni pour justifier des risques d'effondrement des profits. L'incertitude politique est compréhensible, mais les effets du Brexit sur le plan économique mettront du temps à se concrétiser et ne seront sans doute pas si importants. La chute des actions européennes reflète donc un pessimisme excessif selon nous. En l'absence d'un choc sur la confiance des ménages que nous n'anticipons pas, la zone euro maintiendra une croissance du PIB supérieure à +1.5% en 2016. Les valeurs européennes devraient bénéficier d'une prochaine phase de revalorisation.

Marchés actions européens



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Eurozone - Indicateurs de surprises économiques



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

Les incertitudes liées au référendum britannique nous semblent exagérées. La zone euro n'est pas si dépendante des relations commerciales entretenues avec le Royaume-Uni. Les effets du Brexit ne sont pas attendus immédiatement. La correction des valeurs européennes n'est pas justifiée par un impact de -0.3% du PIB sur trois ans. Les actions européennes ne méritent pas le désintérêt actuel des investisseurs.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
 Rue Sigismund Thalberg no 2
 1201 Genève - Suisse
 T: +41225959611 F: +41225959612
 info@bbgi.ch - www.bbgi.ch