



Should I stay or should I go ? Un vote entre émotion et réalisme

Le Brexit mène contre le Bremain dans les sondages. La livre sterling est la première victime, mais le marché obligataire s'envole. Secteur immobilier en danger. Action concertée des BC ?

Points clés

- Le référendum britannique se polarise entre émotion et réalisme
- PIB en hausse de +0.4% au 1^{er} trimestre
- Options politiques réduites en cas de Brexit
- L'exception britannique est déjà une réalité
- Should I stay or should I go ? Brexit leads !
- Les effets du Brexit sur l'économie
- Réactions concertées des banques centrales
- Cycle immobilier en danger
- Marché obligataire immunisé au Brexit?
- Les agences de rating sont prêtes à réduire le rating AAA du gouvernement britannique
- La livre sterling est la première victime
- Les grandes capitalisations du FTSE100 pourraient bénéficier de la baisse de la livre sterling

Le référendum britannique se polarise entre émotion et réalisme

Les Britanniques, comme la plupart des peuples en Europe, ont de plus en plus d'états d'âme à l'égard de la construction européenne. En ce sens, le référendum du 23 juin constitue une menace et un événement politique important dépassant les frontières du Royaume-Uni.

Les bénéfices de l'intégration européenne n'apparaissent en effet plus comme une évidence aux populations de l'UE, qui continuent de faire face depuis près d'une décennie à la plus grande crise économique depuis les années 20.

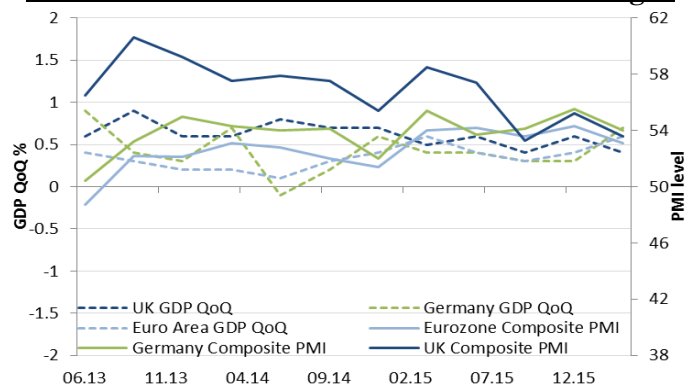
Celles-ci estiment que leur situation s'est plutôt dégradée au cours de la dernière décennie. Il est donc évidemment tentant de considérer que cette dégradation des conditions de vie est imputable au

modèle économique et politique en place et donc à la construction européenne et à l'Union Européenne elle-même.

Peu importe d'ailleurs que le PIB du Royaume-Uni ait enregistré de meilleurs résultats économiques que celui de la zone euro ces dernières années, notamment grâce à une baisse du chômage et une hausse de la consommation.

Cette bonne performance relative devrait plutôt réjouir les observateurs et démontrer que le statu quo est favorable au pays. Mais au contraire, le sentiment que le pays s'en sortirait encore mieux tout seul semble de plus en plus partagé.

PIB et PMI trimestriels UK – Eurozone - Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les tenants du **Bremain** concentrent leurs arguments sur la situation économique et en particulier sur les risques d'une sortie de l'UE, en rappelant divers éléments en faveur de l'économie britannique.

Les avocats du **Brexit** ont plutôt tendance à jouer sur la corde souverainiste, voire nationaliste et sur les questions d'immigration.

Cette polarisation ne nous semble pas typiquement britannique et peut être observable dans plusieurs pays de l'UE. Elle sera sans doute d'ailleurs l'un des axes politiques des élections à venir et qui se tiendront en particulier en France et en Allemagne en 2017.

Un vote en faveur du Brexit aura de facto des conséquences importantes au sein de la classe politique et des institutions au Royaume-Uni. Les ténors de la campagne contre l'UE exigeront immédiatement plus de pouvoir et de représentation au sein du gouvernement et voudront peser de tout leur poids dans les futures négociations avec l'UE qui définiront les conditions de la sortie du Royaume-Uni de l'UE. Autant dire que la tâche ne sera ni aisée ni rapide pour les négociateurs en présence qui devront trouver un terrain d'entente avec des partenaires farouchement opposés à l'UE.

Options politiques réduites en cas de Brexit

Sur le plan politique un Brexit créera certainement une période d'incertitude, qui pourrait être tempérée par des réactions apaisantes des autorités des deux bords et par une action conjointe des banques centrales.

Mais il faut relever que l'article 50 du traité sur l'Union Européenne précise que l'Etat membre doit d'abord notifier son intention de sortie. Cette étape constitue le point de départ d'une phase de négociations entre Etats qui établira les conditions du divorce. La majorité des membres de l'UE est requise pour cet accord, qui doit intervenir dans les deux ans après la notification de l'intention de sortie. Un délai supplémentaire peut être accordé d'un commun accord entre les parties. Le Royaume-Uni décidera certainement de ne pas formellement annoncer immédiatement sa volonté, afin de gagner du temps et du pouvoir de négociation. Les options politiques en cas de Brexit ne seront pas si nombreuses pour les négociateurs britanniques. Les modèles existant à ce jour ne seront sans doute pas optimaux. Le modèle norvégien, dans lequel les membres de l'EFTA contribuent au budget de l'UE et sont tenus par les règles de libre circulation des personnes. Le modèle suisse des accords bilatéraux qui exclut le secteur financier. Une voie spécifique et sans doute complexe devra donc être imaginée, alors que le camp du Brexit veut s'affranchir d'une contribution budgétaire et des règles sur la libre circulation.

Du point de vue de l'UE, l'objectif sera alors de ne pas créer un précédent trop favorable pour susciter de nouvelles vocations d'indépendance d'autres Etats membres.

L'exception britannique est déjà une réalité

Au-delà des questions politiques et des éventuels risques de revanche de l'Union européenne en cas de vote favorable au Brexit, il nous semble important de relever que le particularisme britannique actuel est déjà très affirmé sur de nombreux aspects.

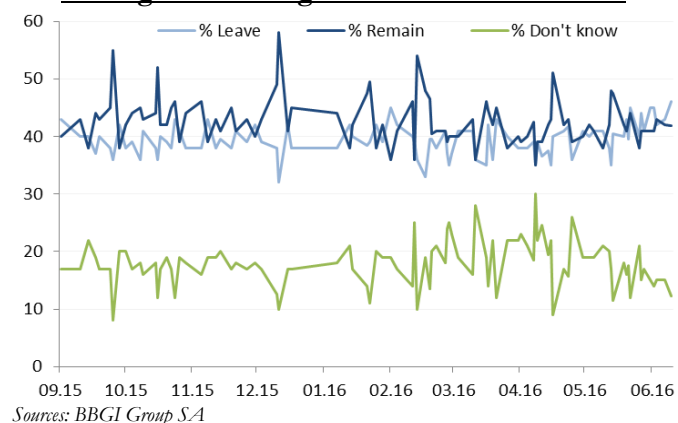
Une sortie du Royaume-Uni de l'Union n'aurait ainsi pas du tout les mêmes effets que pour un autre pays membre de la zone euro.

Le Royaume-Uni dispose toujours de sa propre monnaie pouvant fluctuer et permettre des ajustements indispensables à la relance de l'économie. Sa politique monétaire est déjà totalement indépendante et autonome. La politique de taux bas s'est ainsi mise en place beaucoup plus vite que dans la zone euro, avec des effets sur la dynamique économique plus rapides et efficaces. Les règles budgétaires des pays ayant adopté l'euro ne s'appliquent pas et le déficit public britannique est piloté différemment. Il peut ainsi parfois contribuer à la stabilisation de la croissance économique par une action anticyclique. D'un point de vue structurel le Royaume-Uni a donc déjà une marge de manœuvre exploitable, qui serait peut-être élargie en cas de Brexit.

Should I stay or should I go ? Brexit leads !

A quelques jours du référendum, les craintes des effets induits par un vote contre le maintien du pays dans l'Union Européenne se font plus vives à mesure que les sondages montrent le camp du Brexit en tête. Le sondage publié par Bloomberg indique un score de 46% en faveur du Brexit, contre 41.8% pour le Remain, les indécis 12% détenant toujours la clé du résultat final. Il est tout à fait imaginable qu'une proportion importante de ces indécis vote en dernière minute, dans le doute, pour le statu quo.

Sondage Bloomberg EU Référendum - Brexit



En 1975 les Britanniques avaient déjà été consultés sur la question et avaient plébiscité, à deux tiers des voix, le

maintien du Royaume-Uni dans la Communauté Economique Européenne. L'histoire se répètera-t-elle en 2016 ?

Les effets d'un éventuel Brexit sur l'économie

Sur le plan économique, les risques les plus sérieux concernent les flux de capitaux et le commerce extérieur. Le Royaume-Uni est dépendant des investissements étrangers pour financer son double déficit fiscal et courant. Le déficit des comptes courants britannique est le plus élevé des pays du G7 et son déficit budgétaire est également l'un des plus importants. Les flux de capitaux ont été élevés ces dernières années et ont permis de financer ces déficits. Des perspectives négatives pour la livre sterling devraient être compensées par des rendements plus élevés pour justifier la prise de risque. Mais il n'est de loin pas certain qu'un Brexit crée les conditions favorables au maintien à un niveau élevé des investissements étrangers au Royaume-Uni, rendant alors plus difficile le financement de ces déficits. Sur le plan commercial, le Royaume-Uni enregistre un déficit avec de nombreux pays de l'UE. Une sortie de l'UE est la promesse, selon les tenants du Brexit, d'une relance des exportations de biens et services britanniques. Mais la plupart des secteurs à valeur ajoutée sont déjà bien positionnés et ne bénéficieront sans doute pas plus de leurs avantages compétitifs après un Brexit. Il sera sans doute plus aisé de freiner la compétitivité des entreprises européennes, que d'améliorer l'accès des Britanniques à l'un des plus grands marchés au monde.

Difficile d'imaginer que l'économie du Royaume-Uni tire mieux son épingle du jeu en suivant la voie de l'indépendance.

Réactions concertées des banques centrales

La réserve fédérale américaine a mentionné que la question du référendum britannique avait influencé la décision de ne pas modifier le niveau des taux directeurs américains lors du dernier FOMC meeting cette semaine. Janet Yellen a laissé percevoir l'inquiétude partagée par les prévisionnistes au sujet des risques économiques et financiers impliqués par le résultat du référendum. En cas de Brexit, une réaction de la BCE devrait rapidement être observée. Elle poussera certainement un peu plus loin encore les politiques non-conventionnelles déjà adoptées. De nouvelles mesures pour soutenir notamment le secteur financier et des interventions sur les taux de change seraient destinées à limiter les risques de volatilité dans les marchés financiers.

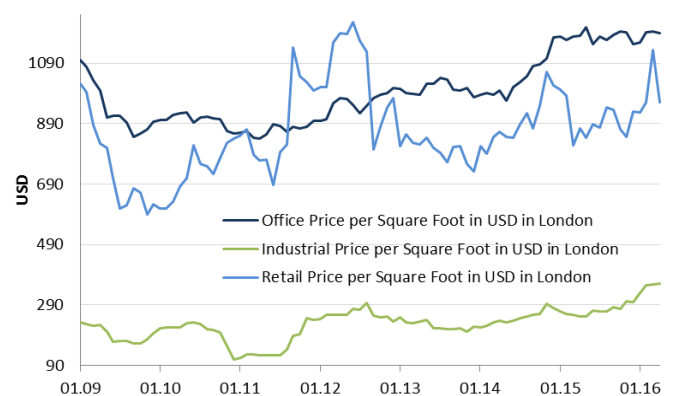
La BOE annoncera certainement une baisse immédiate des taux directeurs pour tenter de contrôler une éventuelle hausse de la volatilité dans les marchés financiers.

Cycle immobilier en danger

Jusqu'à l'annonce du référendum, le FPC (Financial Policy Committee) de la BOE (Bank of England) restait toujours très attentif à la « trop » bonne tenue du secteur immobilier. Il considérait en effet qu'une hausse trop importante des prix de l'immobilier et de l'endettement des ménages pouvait faire peser une menace sur la stabilité financière. Cette tendance constituait un pilier de la reprise économique, l'effet de richesse induit par la hausse des valeurs de l'immobilier soutenait la confiance des ménages et leur propension à consommer ou à investir. Le secteur immobilier a donc beaucoup à perdre de l'incertitude qui accompagnerait un Brexit. Les investisseurs internationaux ont aussi beaucoup privilégié le marché immobilier du Royaume-Uni et londonien en particulier. On estime que Londres représente près de 60% des investissements totaux réalisés au cours de cinq dernières années par des investisseurs asiatiques et 25% des placements d'Européens par exemple. Très important également, 40% des plus grandes sociétés internationales ont leur centre européen basé à Londres.

Un Brexit diminuerait l'attrait de Londres comme base opérationnelle pour ces entreprises. Les risques de retournement du cycle immobilier sont élevés.

Prix immobiliers



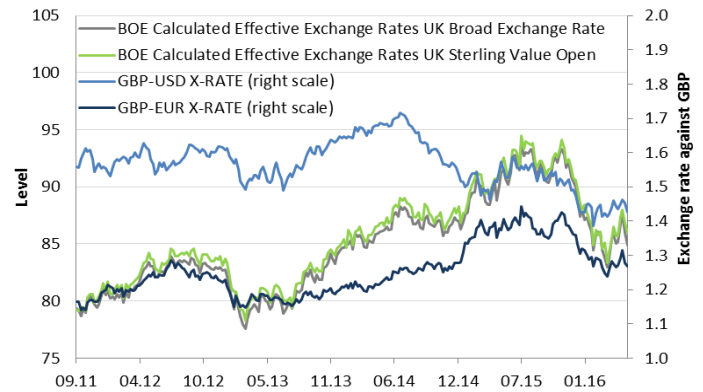
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Marché obligataire immunisé au Brexit ?

Le CPI reste très légèrement positif (+0.3%), malgré la baisse de la livre au cours des derniers mois, les prix importés ne progressent pas et les perspectives inflationnistes semblent au point mort. Pourtant, une dépréciation durable de la livre devrait avoir un effet sur l'inflation importée, ce qui n'est pas encore visible en

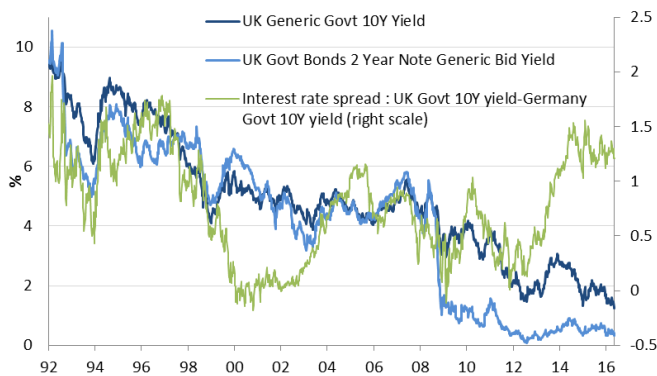
raison certainement de la baisse des matières premières en début d'année. La hausse des probabilités pour un vote négatif le 23 juin n'a pour l'heure absolument pas pénalisé la dette gouvernementale du Royaume-Uni. Au contraire, les taux d'intérêt à dix ans du gouvernement britannique ont largement bénéficié de la tendance des dernières semaines et des flux de capitaux vers les actifs « hors risque ». Les taux à dix ans enregistrent des nouveaux records historiques en descendant en dessous de leur plancher de janvier 2015 à seulement 1.1% et les écarts de rendement entre les Gilts et les Bunds se sont plutôt réduits. Cette situation est tout à fait extraordinaire car elle ne semble pas prendre en compte les risques significatifs de hausse de taux et des primes de risques pourtant logiquement associés au Brexit. Les agences de notations ont déjà indiqué que la dette gouvernementale britannique perdrait très certainement sa qualité AAA.

Taux de change effectif et dollar - euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

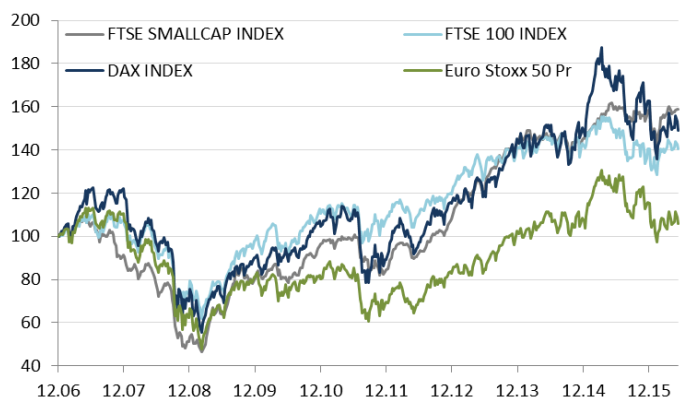
Les profits des grandes capitalisations du FTSE 100 pourraient bénéficier de la baisse de la livre

A quelques jours du référendum, les actions britanniques ne montrent pas plus de signes de nervosité que les valeurs européennes. Leur performance en monnaie locale (-2.2%) s'avère même supérieure à celle des actions du continent (-10.6% en euro). Le fait que près de 70% des revenus générés par les grandes valeurs de la cote soient réalisés à l'étranger dans un contexte d'affaiblissement de la livre soutiendra les bénéficiaires. Il en va autrement des plus petites et moyennes capitalisations, en général plus exposées au secteur domestique qui pourraient donc sous-performer au cours des prochains mois.

La livre sterling est la première victime

La monnaie britannique aurait dû profiter de facteurs fondamentaux et économiques relatifs positifs, mais la baisse des taux d'intérêt et le référendum ont provoqué une contraction des rendements et une chute de la livre, l'actif britannique le plus liquide. Les flux de fonds vers le Royaume-Uni pourraient diminuer et provoquer des difficultés de financement du double déficit britannique. Un vote négatif pénaliserait sans doute encore la livre malgré sa chute des derniers mois, mais elle sera la première à bénéficier d'un rebond en cas de Brexain.

Actions UK (large - small) Eurozone - Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

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 Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch