

Le 24 juin 2016

Les conséquences du Brexit

Les électeurs britanniques ont choisi de quitter l'Union européenne (UE), un vote surprenant et lourd de conséquences. Cependant, nous n'irons pas jusqu'à qualifier le résultat de « choquant » ou de « désastreux », car nous avons toujours jugé que le risque de Brexit était de 35 % à 40 %. En outre, les conséquences à long terme sur l'économie et le marché financier, bien qu'importantes, ne sont pas aussi dramatiques que certains le croient.

La réaction immédiate du marché financier a été assez forte : la livre a perdu 15 %, le marché boursier britannique, 9 % et le taux de l'obligation à 10 ans de la Grande-Bretagne, 36 points de base. Toutefois, ces chutes ont déjà été en partie annulées et à notre avis, l'effet à long terme sur le marché sera moins prononcé que ces premières baisses.

Bien que la décision ait des répercussions bien réelles sur l'économie et le marché financier – principalement liées à l'ampleur du resserrement des conditions financières – la majeure partie des bouleversements et des risques sont de nature politique.

Analyse des résultats

Une faible majorité de Britanniques (51,8 %) a voté en faveur d'un retrait de l'Union européenne. Cela se situe dans la marge d'erreur des récents sondages, mais diffère considérablement des attentes du marché, car par le passé, de façon générale, les référendums ont fortement favorisé le statu quo. En effet, lors du référendum de 1995 au Québec et de 2014 en Écosse, on a observé un fort mouvement de six points de pourcentage vers le statu quo, entre les derniers jours des sondages et la journée du vote. Ce n'est pas ce qui s'est passé dans le cas présent.

Prédire avec exactitude les résultats a toujours présenté un défi. Dernièrement, les sondeurs britanniques ont eu de la difficulté à prédire les résultats électoraux courants. Il va sans dire que la difficulté était plus grande dans le cas d'un événement unique de ce genre, compte tenu de la réticence des partisans des deux camps à révéler leur préférence.

Du point de vue comptable, ce surprenant résultat peut s'expliquer de diverses façons. Les conditions météorologiques étaient mauvaises dans le sud-est de l'Angleterre, une région fortement pro-Union européenne, ce qui a peut-être réduit le taux de participation au vote. Mais la proportion de votants était tout aussi faible en Écosse, une région grandement favorable au maintien du Royaume-Uni dans l'Union européenne. Entre-temps, le camp du départ a recueilli plus de votes que prévu dans des régions qui lui étaient favorables. Au bout du compte, le camp du départ a réussi à obtenir plus de votes que le camp du maintien, tout simplement.

Pourquoi les Britanniques ont-ils choisi de quitter l'Union européenne ? Il y a quelques explications plausibles à ce résultat.

- Le camp du départ a eu tendance à mettre l'accent sur l'attrait d'une souveraineté nationale accrue, ainsi que sur l'avantage que représente la possibilité d'échapper aux crises à répétition qui frappent l'Union européenne. Ce sont là des raisons légitimes, même si l'économie et les marchés financiers subissent les contrecoups de cette décision.
- Le refus de maintenir le statu quo est une tendance qui prend de l'ampleur dans le monde entier, comme en témoignent la campagne vers les élections présidentielles américaines et d'autres événements politiques à l'échelle internationale. La décision des Britanniques s'explique peut-être aussi par le sentiment que la mondialisation n'a pas rempli toutes ses promesses, et qu'ils sont nombreux à se sentir laissés pour compte dans une économie à gagnant unique.

Conséquences économiques

Le Brexit a trois types de conséquences économiques : en cours, à court terme et à long terme :

- Pour ce qui est des conséquences en cours, la forte incertitude politique entourant le Brexit a nui aux investissements des entreprises du R.-U. au cours des derniers trimestres, ralentissant le rythme de la croissance économique. Ce facteur a été déterminant dans la révision à la baisse de nos prévisions de croissance du R.-U., que nous avons effectuée il y a quelque temps pour les porter de 2,5 % à 2,0 % en 2016.
- À court terme, le R.-U. fait désormais face à un plus grand risque de récession temporaire (selon une probabilité d'environ 60 %), étant donné que la croissance économique pourrait tomber au point mort en raison du récent plongeon du marché financier combiné à une hausse de l'aversion pour le risque. Les investissements des entreprises devraient rester modestes, tandis que l'impressionnant compte courant du R.-U. pourrait être un peu plus difficile à gérer. Compte tenu des résultats du scrutin, nous sommes d'avis que la croissance du PIB de la Grande-Bretagne s'établira à seulement 1,25 % en 2016 (incluant une légère récession aux troisième et quatrième trimestres) et à un taux similaire l'an prochain. Notez que la sortie du R.-U. de l'UE ne prendra pas effet avant quelques années. Ce repli n'est donc pas attribuable à la hausse des tarifs douaniers ou à la baisse de l'immigration, mais s'explique plutôt par l'effet de l'anticipation des entreprises et des ménages.
- L'incidence à long terme est plus modérée, sans être négligeable. La tendance centrale des modèles économiques relatifs au Brexit indique que l'économie britannique perdra environ deux points de pourcentage sur dix ans, par rapport à ce qu'elle serait sans Brexit. Certains modèles signalent des conséquences beaucoup plus graves et quelques-uns montrent que les répercussions pourraient être légèrement bénéfiques. Dans l'ensemble, l'incidence sera plutôt négative en raison de la hausse des tarifs douaniers, de la baisse de l'immigration et d'un léger recul de Londres en tant que place financière. Le Brexit n'annonce donc pas de stagnation économique pour le R.-U., même s'il amoindrit malheureusement d'un quart de point de pourcentage la croissance annuelle des dix prochaines années. Les économies sur les transferts à Bruxelles que le pays pourra réaliser sont attrayantes, mais n'annulent pas complètement les pertes. Cependant, les répercussions dépendront étroitement du type de relations que le R.-U. parviendra à négocier avec l'UE.

Les marchés à court terme

La réaction des marchés financiers a été conforme à nos attentes. Nous tenons toujours pour acquis que les marchés réagiront d'abord de façon exagérée, avant de récupérer une partie de leurs pertes. C'est sans doute ce qui se produit déjà dans la plupart des marchés ; toutefois, rien ne permet d'affirmer que les marchés établiront de nouveaux creux avant d'enregistrer un redressement durable. De toute façon, l'évolution des marchés offrira certainement des occasions de placement.

- La livre a cédé 15 % face au dollar américain, avant de regagner une partie du terrain perdu. Elle a néanmoins atteint son point le plus bas en trente ans. Contrairement à d'autres variables financières, il ne serait pas surprenant que la livre recule encore au cours de la prochaine année.
- L'indice britannique FTSE 100 a chuté de 9 %, mais s'est ensuite un peu redressé.
- Le taux de l'obligation du Royaume-Uni à 10 ans a baissé de 36 points de base, avant d'afficher un léger regain. Étant donné l'aversion compréhensible pour le risque et le fait qu'on s'attend de plus en plus à ce que la Banque d'Angleterre abaisse ses taux, une réduction qui pourrait atteindre 50 points de base, on peut considérer que ces variations s'inscrivent dans la fourchette normale d'une réaction initiale.

Les marchés internationaux réagissent, mais modérément.

- Le dollar américain n'a gagné qu'un peu plus de 2 % par rapport à un large éventail de partenaires commerciaux. Ce facteur combiné à la grande incertitude entourant les répercussions du Brexit devrait renforcer la conviction de la Fed selon laquelle il est préférable de ne pas relever les taux avant un certain temps. À cause de cela et de l'aversion accrue pour le risque, le taux de l'obligation à 10 ans des États-Unis a cédé du terrain depuis ce matin, tout en demeurant supérieur au creux record de 2012.
- Les marchés boursiers américains ont ouvert en baisse d'environ 3 % et restent volatils. Le dollar canadien s'est déprécié d'environ 1,5 % par rapport à son homologue américain – une réaction notable, mais qui n'est pas trop lourde de conséquences. Comme on pouvait s'y attendre, le prix de l'or a grimpé de 5 %, en raison de l'accroissement de l'incertitude dans le monde.

- En général, les replis importants des marchés boursiers mondiaux ont tendance à générer des occasions pour les investisseurs axés sur le long terme, bien que la volatilité puisse persister pendant quelques semaines ou quelques mois.

Il est important de souligner que la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne ne devrait pas provoquer des pertes imprévisibles en cascades, comme celles observées lors de la crise financière de 2008-2009. Il existe un risque important de pertes. En particulier, il est possible que certains investisseurs pâtissent de la chute considérable de la devise. Les banques ne semblent cependant pas être menacées et la Banque d'Angleterre propose d'injecter des liquidités supplémentaires pour éviter qu'elles le soient. De même, l'ampleur de la contagion à l'échelle mondiale – bien qu'importante – sera moins considérable qu'au moment de la crise financière.

Les marchés à long terme

Il est important de bien distinguer les répercussions à court terme des répercussions à long terme. À long terme, l'impact sur le marché boursier et le marché obligataire devrait s'atténuer.

- Nous prévoyons qu'à long terme, une baisse de 2 % du PIB britannique devrait se traduire, à peu près, par une baisse de 2 % de la valeur actuelle des futurs bénéfiques des entreprises. Autrement dit, le marché boursier britannique devrait générer un rendement de 2 % inférieur à celui qu'il était avant la tenue du référendum, une fois que la poussière sera retombée.
- En ce qui concerne le marché obligataire, l'intensification de l'incertitude ainsi que l'orientation expansionniste de la banque centrale donnent à penser que les taux demeureront peu élevés pendant un bon moment, mais rien n'indique qu'ils resteront peu élevés de façon permanente. En conclusion, le recul de la livre pourrait entraîner une hausse de l'inflation, et une croissance au ralenti, généralement, entraîne une croissance des déficits budgétaires et de l'endettement.

Répercussions politiques

Commençons par les répercussions politiques au R.-U.

- Comme beaucoup s'y attendaient, le premier ministre Cameron a réagi au résultat du référendum en annonçant sa démission, qui prendra effet à la convention du parti conservateur prévue au début du mois d'octobre. M. Cameron n'a pas d'alternative, d'une part, parce qu'il se trouve dans le camp des perdants, d'autre part, parce que c'est lui qui avait promis ce référendum aux électeurs. On peut difficilement imaginer que les négociations à venir entre le R.-U. et l'UE puissent être menées par un opposant au Brexit.
- L'ancien maire de Londres et farouche partisan du Brexit, Boris Johnson, se démarque déjà comme un favori dans la course à la chefferie du parti conservateur (et par conséquent, au poste de premier ministre), malgré son impopularité auprès des députés du parti.
- En général, une crise politique de cette ampleur déclenche une vague de critiques virulentes de la part de l'opposition. Ce n'est pas le cas aujourd'hui. En effet, le chef du parti travailliste Jeremy Corbyn est également sur la sellette, puisqu'une motion de censure pourrait bientôt être votée contre lui. Il a aussi fait campagne en faveur du « maintien », en dépit de ses doutes personnels.
- Étant donné que les résultats sont serrés (51,8 % des électeurs ont voté en faveur de la sortie) et que les deux principaux partis ainsi que la majorité des députés étaient opposés au Brexit, il n'est pas exclu que des élections soient nécessaires dans un avenir assez rapproché. Cette éventualité ne fait pas partie de notre scénario de base, mais il s'agit d'un risque substantiel.
- Le fort penchant de l'Écosse en faveur du maintien au sein de l'UE ainsi que l'effervescence du mouvement sécessionniste a fait monter la probabilité d'un nouveau référendum sur l'indépendance à un peu plus de 50 %. Il est donc fort possible que le R.-U. perde aussi l'une de ses composantes. Un risque équivalent existe aussi pour l'Irlande du Nord et, s'il est moins grand, il n'est pas négligeable.

Conséquences à l'échelle internationale

Les conséquences pour les membres restants de l'UE sont énormes.

- Le volet économique dépend en grande partie du degré de peur sur les marchés et du fait qu'ils tiendront compte ou non d'un autre départ de l'EU. Si ces craintes restent modérées, alors l'impact économique représentera probablement un quart de l'incidence observée sur le marché. Autrement dit, la croissance pourrait être réduite de 0,25 pp en 2016 et en 2017, tandis que la perte de production économique serait de l'ordre de 0,5 pp durant la prochaine décennie.
- Sur le plan politique, il s'agit d'un bouleversement sans précédent pour l'EU. Non seulement l'UE perd un partenaire centriste important, mais le risque de désintégration de l'UE est assurément plus grand qu'avant la tenue du référendum en Grande-Bretagne. Le fait que le cœur de l'UE, la zone euro, demeure entier représente une consolation. Néanmoins, un fâcheux précédent a été créé. Étant donné le nombre de partis d'extrême droite et d'extrême gauche et de partis populistes qui remettent en question la surveillance exercée par l'UE, ce référendum pourrait ne pas être le dernier. En outre, les sondages montrent que l'UE exaspère une part d'une importance inquiétante d'électeurs dans les autres pays. Si le R.-U. – un pays qui a échappé au pire de la crise financière et qui n'a guère été touché par les crises de la dette subséquentes de l'Europe – choisit de quitter l'UE, on peut fort bien imaginer que d'autres seront tentés de lui emboîter le pas. Les électeurs espagnols sont appelés aux urnes cette fin de semaine ; un référendum (non lié à la souveraineté) se tiendra en Italie cet automne, et des élections importantes auront lieu l'an prochain en France et en Allemagne. L'Autriche a récemment failli élire un gouvernement d'extrême droite.
- À l'extérieur de l'Europe, le référendum sur le Brexit rappelle que le statu quo ne satisfait plus les électeurs. Il a des répercussions sur la campagne présidentielle aux États-Unis et ailleurs.

Les prochaines étapes pour le R.-U.

La sortie de la Grande-Bretagne de l'UE ne fait que commencer. Il reste beaucoup à faire.

- Pour sortir de l'UE, le R.-U. doit invoquer l'article 50 du Traité de Lisbonne. Cette démarche devrait être entreprise après la convention du parti conservateur en octobre et la nomination d'un nouveau chef de parti.
- En lui-même, le processus est relativement simple. Cependant, on ne peut pas complètement écarter la possibilité qu'il soit soumis à un vote et que les députés votent selon leurs convictions personnelles (sachant que la majorité est contre le Brexit) ou considèrent qu'une victoire à 51,8 % ne témoigne pas d'une volonté suffisante pour justifier une sortie de l'Union. D'une façon ou d'une autre, la sortie devrait quand même se réaliser, mais des élections risquent d'être déclenchées entre temps si la situation se détériore.
- Une fois l'article 50 du Traité de Lisbonne invoqué, deux années s'écouleront durant lesquelles les modalités de la sortie seront négociées ainsi que les relations subséquentes entre le R.-U. et l'UE. En théorie, cette période peut être prolongée. Il est aussi possible que les négociations se terminent plus rapidement, mais nous n'y croyons guère. En effet, l'UE offrira probablement au R.-U. des conditions qui ne seront pas très avantageuses, à la fois par rancune, pour dissuader d'autres membres de partir et parce que le R.-U. n'a pas pour l'UE l'importance que l'UE a pour le R.-U. (les exportations de l'un vers l'autre représentent 3 % du PIB de l'UE, contre 13 % pour le R.-U.). L'UE a déjà indiqué que les concessions accordées au R.-U. au début de 2016 ne sont plus valides et que les négociations officieuses ne commenceront pas tant que le R.-U. n'a pas officiellement invoqué l'article 50.
- L'entente sur mesure souhaitée par le R.-U., prévoyant le libre-échange des biens et des services, le contrôle de l'immigration, une autonomie complète en matière de réglementation et aucun transfert financier à Bruxelles, serait certainement rejetée sans discussion. Aucun autre pays membre ne jouit de cette combinaison d'avantages. Par conséquent, on peut s'attendre à ce que les négociations traînent en longueur. Par ailleurs, le R.-U. devra négocier de nouvelles ententes commerciales avec chacun des pays qui entretiennent des relations avec l'UE. Ce sera un défi de taille pour le R.-U., puisque le gouvernement n'a plus d'expérience dans ce domaine qui est depuis longtemps du ressort de l'UE.
- Lorsque les négociations auront enfin abouti, peut-être durant l'automne 2018, les 27 pays restants de l'UE ainsi que le R.-U. devront adopter le changement sur le plan législatif. Dans les deux cas, la majorité des votes du parlement sera requise. Ce ne sera pas facile.



Conclusion

Le résultat du référendum britannique représente une surprise de taille, mais pas un véritable choc. Ce n'est pas d'hier que nous faisons valoir que l'incertitude élevée sur le plan politique et les risques géopolitiques sont susceptibles d'entraver la croissance économique. Il semble que ces obstacles sont devenus un peu plus imposants et que les électeurs acceptent aujourd'hui de prendre des risques qu'ils refuseraient normalement de prendre. Nous devons surveiller l'Europe d'encre plus près, au cas où d'autres pays seraient tentés de sortir de l'Europe. Ce processus durera probablement plusieurs années, étant donné l'extrême lenteur à laquelle ce genre de choses progresse.

Cela dit, une sortie du Royaume-Uni de l'UE ne représente pas la fin du monde. Ce pays entretient des relations un peu moins étroites avec le reste du monde. Certes, la réaction initiale des marchés a été plutôt vive, mais les répercussions à long terme devraient être plus modestes. De même, si les perspectives à l'égard de l'économie britannique se sont sensiblement assombries, les répercussions immédiates en Europe sont considérablement moins marquées et l'incidence dans le reste du monde devrait être limitée, à moins que les conditions économiques mondiales ne se détériorent exagérément dans la foulée du vote. Par conséquent, nous sommes d'avis que le Brexit créera des occasions pour les investisseurs qui tolèrent une forte volatilité sur un horizon de placement à court et à moyen terme.

Ce document peut contenir des énoncés prospectifs à propos de facteurs économiques généraux qui ne garantissent nullement le rendement futur. Ces déclarations comportant des incertitudes et des risques inhérents, il se peut que les prédictions, les prévisions, les projections et les autres déclarations prospectives ne se réalisent pas. Nous vous recommandons de ne pas vous fier indûment à ces déclarations, puisqu'un certain nombre de facteurs importants pourraient faire en sorte que les événements ou les résultats réels diffèrent considérablement de ceux qui sont mentionnés, explicitement ou implicitement, dans les déclarations prospectives. Toutes les opinions exprimées dans les déclarations prospectives peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont présentées de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale.

® / ^{MC} Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence. © RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., 2016.