



Brexit: should we stay or should we go?

Le 23 juin, les Britanniques se rendront aux urnes pour se prononcer sur le maintien de leur pays dans l'Union européenne. Avec ce référendum, l'UE est à la veille de ce qui peut devenir une période pleine d'incertitudes. Un Brexit aurait bien sûr d'importantes conséquences politiques, mais il ne faut certainement pas non plus perdre de vue les conséquences économiques. Un non signifie en effet la perte d'un pays qui représente 15 % du PIB européen.

Nous retraçons ci-dessous un bref historique de la présence britannique dans l'UE, suivi d'un aperçu de la situation actuelle. Nous aborderons ensuite l'impact d'un Brexit sur la livre britannique. Pour terminer, nous analyserons trois scénarios possibles en cas de Brexit et l'impact sur votre portefeuille d'investissement.

1. Une adhésion compliquée

L'aversion du Royaume-Uni pour l'Europe a grandi au fil des ans, mais elle était déjà bien présente avant son entrée dans l'ex-CEE. Jusqu'au moment de son accession, le Royaume-Uni pouvait profiter du commerce avec ses colonies au sein du Commonwealth. C'est ainsi que des denrées alimentaires comme le fromage, le beurre et le sucre étaient importées à bas prix de Nouvelle-Zélande et des Antilles. Une adhésion à la CEE signifiait l'acceptation d'entraves, comme les taxes à l'importation sur ces produits, ce qui, pour les Britanniques, était dur à avaler. En outre, la CEE octroyait des subventions au secteur agricole, le secteur qui était justement sous-représenté au Royaume-Uni. Ces deux facteurs ont alimenté l'euroscepticisme britannique. Néanmoins, les Britanniques ont fait leur entrée dans la CEE en 1973, confirmée lors d'un premier référendum en 1975. Finalement, le bilan pour les Britanniques s'est cependant avéré assez négatif et Margaret Thatcher a entamé de nouvelles négociations, comme l'a illustré son célèbre « I want my money back ». Elle est parvenue à arracher une réduction qui était presque égale à 66 % de la différence entre les contributions britanniques et les revenus de l'UE *Great-Britain had its money back*.

2. Les Britanniques et l'UE

Depuis leur entrée dans l'UE, les Britanniques se caractérisent par une propension à l'individualisme et à l'indépendance, pour preuve, par exemple, leur obstination à utiliser la livre. De même, l'accord récemment signé par le Premier Ministre britannique, David Cameron, avec l'UE, comporte des exceptions, la principale étant l'exclusion de toute intégration politique au sein de l'UE.

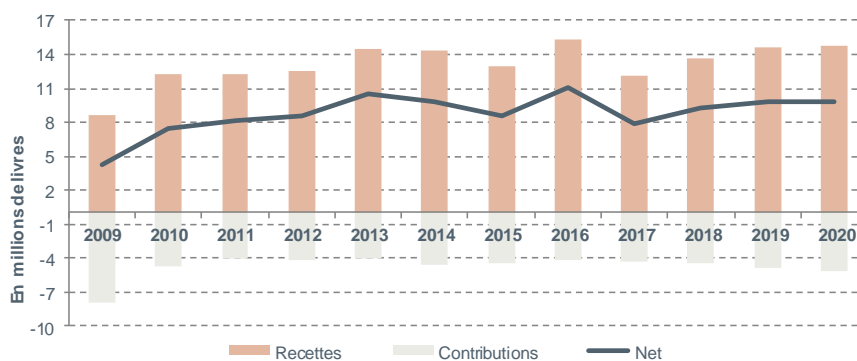
La raison de l'aversion actuelle des Britanniques pour leur appartenance à l'Europe vient d'être analysée par Eurobaromètre. Plus de 20 % des Britanniques y pointent l'immigration comme l'un des principaux problèmes. Bien que le Royaume-Uni n'ait reçu que 60 demandes d'asile par 100.000 habitants en 2015 (moyenne de l'UE = 260), la population britannique est constituée pour 1/8 de migrants. En outre, de nombreux Britanniques font du terrorisme un impor-

tant vecteur de terreur. Ces deux facteurs renforcent l'appel à l'indépendance et à l'augmentation des contrôles aux frontières.

2.1. La contribution britannique

De même, l'argent ne contribue pas au maintien du Royaume-Uni dans l'UE. En dépit des réductions obtenues par Thatcher, les Britanniques ont contribué en moyenne pour 8,1 milliards de livres ces 7 dernières années. En 2015, le compteur avoisinait les 9 milliards, soit 10 % du budget européen. Toutefois, le montant par personne est un des plus bas en comparaison avec des pays affichant un niveau de richesse comparable. Il s'élevait en 2013, à environ 240 euros par personne tandis qu'en Belgique et en France, il atteint 350 euros par personnes. Le graphique reprend aussi les estimations pour les 5 prochaines années, montrant ainsi que les contribu-

Recettes et contributions liées à l'appartenance à l'UE



Source : House of Commons Library - In brief: UK-EU economic relations.

Ce document est un document promotionnel, établi et distribué par Belfius Banque. Il ne comporte aucun conseil en investissement et ne peut être considéré comme tel. Ce document n'est pas établi conformément aux dispositions relatives à la promotion de la recherche indépendante en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de faire du commerce avant la diffusion de la recherche en investissement.

Éditeur responsable : Belfius Banque SA, Boulevard Pachéco 44, 1000 Bruxelles - IBAN BE23 0529 0064 6991 - BIC GKCCBEBB - RPM Bruxelles TVA BE 0403.201.185 - N° FSMA 19649 A. Date de fin de rédaction : 21-04-2016

tions nettes ne connaîtront certainement pas une baisse.

Une deuxième contribution importante des Britanniques concerne les 2 % du PIB qu'ils dépensent chaque année pour la défense. En cas de départ du Royaume-Uni, l'Europe perdrait dès lors sa force de frappe sur la scène militaire internationale.

2.2. Londres, capitale financière de l'Europe

Les Britanniques sont non seulement un important contributeur au budget européen, Londres en est également l'une des principales places financières. Les services financiers rapportent chaque année 66,5 milliards de livres de recettes fiscales ou 11 % des recettes fiscales britanniques. Si le non l'emporte, il est également improbable que l'Europe retrouve à court terme un nouveau centre financier du même calibre.

2.3. Commerce avec l'UE

Toutefois, l'UE ne serait pas le seul perdant d'un départ du Royaume-Uni. Les conséquences ne sont pas négligeables sur le plan commercial et des flux de capitaux. En effet, la qualité de membre du plus grand marché commun au monde génère une grande activité commerciale. L'UE représente 45 % des exportations britanniques et 53 % des importations. Non seulement l'augmentation des barrières commerciales est problématique, mais la renégociation des nombreux contrats commerciaux pourrait ne pas aboutir et demanderait en plus beaucoup de temps.

En outre, le Royaume-Uni affiche un déficit de son compte courant, qui donne une indication quant aux importations et exportations ainsi qu'aux revenus nets provenant de l'étranger. La principale raison provient d'un déficit de la balance commerciale, un des postes du compte courant qui mesure la différence entre les importations et les exportations. Durant le troisième trimestre, le déficit de la balance commerciale s'élevait à 8,7 milliards de livres. Quant au déficit du compte courant, il s'élevait, durant la même période, à 3,7 % du produit national brut. Il était financé par les investissements étrangers.

Quant aux marchés des actions, nous voyons déjà que les entreprises qui dépendent dans une large mesure du marché européen ou domestique (par exemple, Easyjet ou Royal Mail) ont sous-performé de 10 % au cours de ces trois derniers mois par rapport aux entreprises qui tirent leurs revenus en majeure partie de l'étranger (par exemple, Unilever et Rolls-Royce).

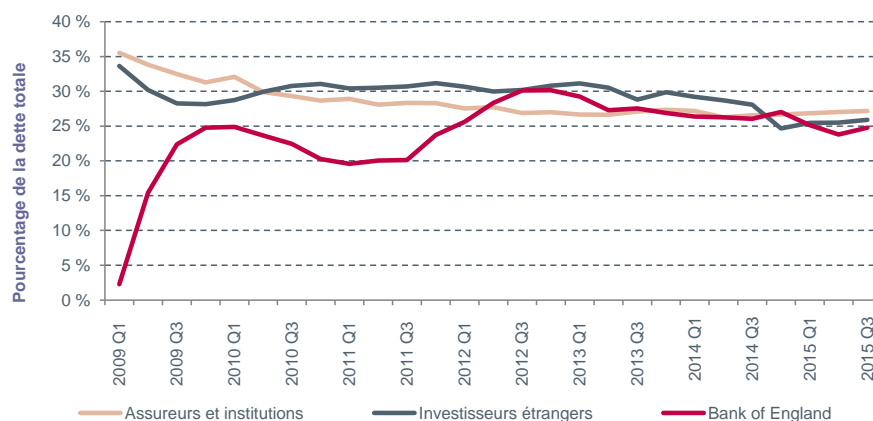
2.4. Flux de capitaux

Le Royaume-Uni peut également compter sur d'énormes investissements étrangers :

- les flux de capitaux entrants atteignent l'an dernier près de 20 % du PIB britannique ;
- le Royaume-Uni représente le troisième plus grand flux d'investissements étrangers directs au monde, 48 % de ceux-ci provenant d'autres États membres de l'UE.

Suite à l'assouplissement quantitatif un pourcentage important de la dette publique est détenue par la Banque centrale anglaise et par des investisseurs institutionnels, comme les compagnies d'assurances et les fonds de pension. Mais pour les investisseurs étrangers aussi, le Royaume-Uni est un investissement de prédilection. Au troisième trimestre 2015,

Ventilation de la dette publique britannique



Source : Office of National Statistics and BoE.

près de 26 % des obligations d'État britanniques étaient détenues par des étrangers.

La question est de savoir si un Royaume-Uni indépendant est encore à même d'attirer de tels flux de capitaux. Il se murmure que d'autres pays européens en profiteront et reprendront une partie des flux britanniques.

3. Impact sur le joyau de la couronne, la livre britannique

Afin de financer le déficit du compte courant, une baisse de la livre serait recommandée. D'ailleurs, cette diminution s'est déjà amorcée depuis novembre, associée à une inévitable volatilité.

- À la mi-avril, la livre a perdu 10 % vis-à-vis d'un panier composé des devises de ses principaux partenaires commerciaux.
- Par rapport à l'euro, la baisse s'élève à environ 13 %.
- À la fin mars, par rapport au dollar, la livre se trouve au même niveau que pendant la bulle Internet de 2001-2002 et de la crise de 2008. Bien que la baisse actuelle de la livre puisse entraîner une hausse de l'inflation, la BoE ne modifie pas sa vision à long terme quant au niveau de l'inflation. Au cours de la période 2009-2012, elle a préféré procéder à un « quantitative easing » (assouplissement quantitatif, c'est-à-dire une augmentation de la masse monétaire en achetant des titres) plutôt qu'à un relèvement des taux, bien que l'inflation dépasse les 2 %.

Cours du change GBP/EUR



Source : Factset

Il convient aussi de remarquer qu'une baisse de la livre n'a pas nécessairement que des conséquences négatives. Dans le cas d'un Brexit, la chute peut

atteindre 20 % selon une pondération commerciale, ce qui signifie également une amélioration de la position exportatrice des entreprises britanniques. En revanche, les produits plus chers à l'importation feraient augmenter substantiellement l'inflation à un niveau proche des 5 %.

4. Quid si..

Le dernier sondage mené par le quotidien britannique 'The Telegraph' prévoit une victoire remportée de justesse par les partisans du maintien du Royaume-Uni dans l'UE, avec 51 % des voix. Il ne tient toutefois pas compte des indécis, qui peuvent donc encore faire basculer le résultat. En cas de Brexit, le Financial Times présentait le 22 février trois scénarios possibles dans son article « What are the economic consequences of Brexit ». Ces trois scénarios sont brièvement expliqués ci-dessous et sont complétés par une étude récente de PwC.

4.1. Croissance du Royaume-Uni

Si le Royaume-Uni décide de quitter l'Union, il sera libre d'appliquer sa propre législation. Un élément de ce carrousel juridique est entre autres la politique en matière d'asile. Cette politique ne favorisera plus les citoyens européens et le Royaume-Uni aura ainsi de nouveau le plein contrôle de ses frontières. En outre, s'il parvient à conclure les accords commerciaux nécessaires et avantageux à la fois avec l'UE et les pays hors de l'UE, on pourra parler d'une séparation réussie. En effet, ce scénario montre que le Royaume-Uni peut se libérer de l'Europe protectionniste et dès lors se focaliser totalement sur ses problèmes. En conséquence, le Royaume-Uni profitera pleinement de la croissance, ce que soulignent fortement les partisans du Brexit.

Ce scénario est cependant aussi remis en cause. En effet, si le Royaume-Uni veut continuer à faire partie du marché unique, il devra accepter les règles de l'UE et la libre circulation des personnes en fait partie. Il convient d'ailleurs de faire une remarque importante à propos de cette libre circulation des personnes car bien que la migration soit un problème important au sein du Royaume-Uni, il faut constater que ces migrants renforcent le marché de l'emploi britannique. Un arrêt de la migration pourrait dès lors déboucher sur un manque de personnel qualifié et exercer une pression à la hausse sur les salaires.

Ce document est un document promotionnel, établi et distribué par Belfius Banque. Il ne comporte aucun conseil en investissement et ne peut être considéré comme tel. Ce document n'est pas établi conformément aux dispositions relatives à la promotion de la recherche indépendante en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de faire du commerce avant la diffusion de la recherche en investissement.

Éditeur responsable : Belfius Banque SA, Boulevard Pachéco 44, 1000 Bruxelles - IBAN BE23 0529 0064 6991 - BIC GKCCBEBB - RPM Bruxelles TVA BE 0403.201.185 - N° FSMA 19649 A. Date de fin de rédaction : 21-04-2016

En revanche, si le Royaume-Uni accepte des accords commerciaux moins stricts, il exercera davantage de contrôle, mais le défi consistera alors à prévoir les mêmes règles pour les biens et les services. Pour ces derniers surtout, les accords commerciaux sont très complexes.

L'étude de PwC analyse les conséquences d'une sortie de l'UE où le Royaume-Uni parvient à conclure un accord de libre-échange pour les biens mais parvient à échapper à la libre circulation des personnes, par exemple :

- le PIB baisserait de 3 % en 2020 par rapport au niveau qu'il aurait si le Royaume-Uni était resté dans l'Union. Cette différence baisserait à 1,2 % en 2030.
- l'emploi reculerait de 1 % d'ici 2030 par rapport à la situation où le Royaume-Uni reste dans l'Union.

Une croissance économique du Royaume-Uni serait la meilleure solution, mais la question est de savoir si le Royaume-Uni pourra conclure de bons accords commerciaux avec les pays. Le Financial Times observe que la probabilité est très faible qu'à court terme, le Royaume-Uni puisse conclure des accords commerciaux positifs. En effet, la règle selon laquelle plus vous êtes grand, plus votre force de frappe est grande est toujours de mise.

4.2. Transition pénible

Une deuxième possibilité est que l'appartenance à l'UE n'est pas déterminante pour la croissance du Royaume-Uni. Par conséquent, l'économie connaîtra quelques années difficiles mais au final, les Britanniques ne se porteront pas mieux ni plus mal en dehors de l'UE. Selon ce scénario, les moteurs de la croissance économique, comme les investissements, l'innovation et la concurrence, seront toujours présents, mais les relations commerciales avec l'UE se détérioreront. Néanmoins, le Royaume-Uni parviendrait à compenser cette situation en tissant de meilleures relations avec d'autres pays.

Bien que le commerce ne soit qu'un élément de la croissance à long terme, il ne faut pas le sous-estimer. C'est justement ici que se situe un gros risque. Tant que les relations commerciales ne seront pas recréées, le Royaume-Uni sera confronté à une longue période d'instabilité et d'investissements faibles. Ces risques se traduiront à leur tour par l'attitude des investisseurs qui exigeront des primes de risque plus élevées pour les investissements britanniques. Ces primes de risque plus élevées entraînent une baisse des cours des actions britanniques. À court terme, ces nombreux investisseurs étrangers resteront dans l'expectative, ce qui signifie un assèchement des flux de capitaux étrangers vitaux. Une dégringolade de la livre n'est dès lors pas à exclure.

PwC analyse également les conséquences sur l'économie britannique au cas où le Royaume-Uni devrait se contenter des accords standard de l'Organisation mondiale du commerce :

- le PIB baisserait de 5,5 % d'ici 2020. Cette baisse atteindrait en 2030 3,5%, soit la somme considérable de 65 milliards de livres
- l'emploi baisserait de 1,8 %.

Ce scénario est plausible, pensons à la Norvège et à la Suisse qui, sans être membres de l'UE, peuvent afficher une croissance économique. Toutefois, nous remarquons que ces deux pays ont toujours plus ou

moins accès au marché unique et que la Norvège a accepté de se soumettre aux décisions européennes sans consultation.

La question demeure cependant de savoir si un Brexit n'entraîne que des problèmes transitoires – qui à leur tour peuvent durer des années. Certains économistes affirment que tant la croissance que la productivité pourraient être touchées de manière permanente vu que les investissements étrangers se dirigeront vers les autres pays de l'UE.

4.3. Mauvaise décision

Si les négociations avec l'UE n'aboutissent pas, la confiance dans l'économie britannique pourrait en prendre un sérieux coup.

- Le Royaume-Uni parviendrait à changer la libre circulation des personnes, par exemple, mais au détriment du libre accès au marché européen.
- Cette situation ne pourra pas être compensée par des contrats avantageux avec d'autres pays, de sorte que cela pourrait mal se terminer pour les Britanniques. Les conséquences possibles sont, entre autres, une diminution des investissements étrangers, de la croissance et des exportations.
- Le retrait du Royaume-Uni pourrait entraîner une baisse du PIB pouvant atteindre 2,1 %.

Tous ces éléments auront un impact négatif sur le budget des autorités britanniques, qui est actuellement déjà en déficit. Une augmentation des impôts pourrait dès lors suivre rapidement.

Ce scénario est crédible car il est fort probable que le Royaume-Uni ne puisse en effet pas négocier les mêmes conditions que celles dont il bénéficie actuellement s'il ne veut pas satisfaire à la libre circulation des personnes. Le Financial Times juge cette probabilité inexistante. Même dans le cadre d'un accord sur le libre-échange, le Royaume-Uni doit se conformer à la réglementation européenne. Même s'il convient de remarquer ici que la réglementation britannique est déjà actuellement souvent plus stricte que ce que l'Europe impose. Un départ n'est donc pas simplement synonyme d'assouplissement des règles. Bien que le commerce ne soit qu'une partie de la croissance, il convient de garder ce scénario à l'esprit en raison des conséquences négatives importantes que peut causer un Brexit.

5. Et maintenant?

Quelle est la signification de tout cela pour l'investisseur ? À court terme, nous prévoyons que la livre continuera à s'affaiblir à un cours proche de 1,19 GBP pour 1 EUR. Si les Britanniques décident de sortir de l'UE le 23 juin, une nouvelle baisse de la livre semble inévitable et la parité n'est pas à exclure. Un vote en faveur du maintien du Royaume-Uni dans l'Union aurait une influence plus positive sur la livre qui, dans ce cas-là, augmenterait à environ 1,37 GBP pour 1 EUR.

À l'approche du référendum, il faut s'attendre, en outre, à une volatilité inévitable du marché des actions britanniques. Bien que le marché britannique soit bien diversifié avec des large caps qui puisent 3/4 de leurs revenus de l'étranger, la crainte n'est cependant pas totalement injustifiée. Les small et mid caps tirent en effet respectivement 58,6 et 61,9 % de leurs revenus du marché domestique. Dans le cas d'un Brexit, les small et mid caps ne sont

donc pas le meilleur investissement. En revanche, les entreprises qui génèrent essentiellement leurs revenus à l'étranger peuvent largement profiter de la baisse précitée du cours du change. Si le Royaume-Uni reste dans l'UE, il y a peu de raisons de croire qu'un changement substantiel interviendra sur les marchés des actions. Après le référendum, les entreprises ne devront plus reporter leur décision et pourront de nouveau prestre comme avant.

6. Brexit ou Bremin?

Quoi qu'il en soit, un départ éventuel du Royaume-Uni est loin d'être une analyse coûts-bénéfices facile. De nombreuses variables jouent un rôle, tant économiques que politiques. Si les Britanniques finissent par décider de rester dans l'UE, cette période entrera dans l'histoire comme une tempête dans un verre d'eau sur les marchés financiers. Par contre, s'ils votent en faveur du Brexit, la volatilité actuelle n'est probablement que le calme avant la tempête. La question est de savoir comment le Royaume-Uni sortira de ce Brexit. C'est ainsi que l'Écosse pense déjà à un référendum sur son indépendance et Moody's à un abaissement de sa notation. Mais l'UE aussi pourrait connaître des difficultés. En effet, le Royaume-Uni est toujours considéré comme un des moteurs de l'UE. La question est de savoir si un Brexit pourrait inspirer la France, par exemple, à quitter l'UE (Frexit). Quelle que soit l'issue du scrutin, les Britanniques prendront une décision importante le 23 juin, non seulement pour eux-mêmes mais aussi pour toute l'Union européenne.

Conclusion

Un Brexit serait négatif aussi bien pour le Royaume-Uni que pour les autres pays membres de l'UE. Voici un inventaire des conséquences les plus importantes :

- Les Britanniques perdent l'accès à un espace économique qui compte 500 millions de consommateurs.
- La City, dont l'influence positive sur l'économie du Royaume-Uni n'est plus à démontrer, pourrait perdre son statut de centre financier de l'Europe.
- Le Royaume-Uni pourrait perdre une part importante des investissements étrangers au sein de l'UE.

Les conséquences mentionnées ci-dessus exerceraient une pression à la baisse sur le potentiel à long terme de la croissance économique. Il est difficile d'évaluer l'ampleur de ce choc. Toutefois, nous pouvons affirmer qu'un Brexit engendrera beaucoup de volatilité sur les marchés financiers.

Jan Vergote – Head of Investment Strategy
Belfius Banque & Assurances

Vous souhaitez de plus amples informations sur le sujet ?

N'hésitez pas à nous appeler au n° 02/222.10.22

Ce document est un document promotionnel, établi et distribué par Belfius Banque. Il ne comporte aucun conseil en investissement et ne peut être considéré comme tel. Ce document n'est pas établi conformément aux dispositions relatives à la promotion de la recherche indépendante en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de faire du commerce avant la diffusion de la recherche en investissement.

Éditeur responsable : Belfius Banque SA, Boulevard Pachéco 44, 1000 Bruxelles – IBAN BE23 0529 0064 6991 – BIC GKCCBEBB – RPM Bruxelles TVA BE 0403.201.185 – N° FSMA 19649 A. Date de fin de rédaction : 21-04-2016