

RÉSERVÉ AUX CLIENTS PROFESSIONNELS, CONSEILLERS FINANCIERS ET
INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS/QUALIFIÉS.
NE PAS DIFFUSER AUPRÈS DE CLIENTS PARTICULIERS, QUI NE DOIVENT PAS
L'UTILISER.

BREXIT : NOTRE VISION

POURQUOI LA DÉCISION DE QUITTER L'UE
SERA-T-ELLE COÛTEUSE POUR
L'ÉCONOMIE BRITANNIQUE ET LES ACTIFS
EN LIVRE STERLING ?

Mars 2016

Euan Munro, FIA
Chief Executive Officer,

Président du Groupe
d'investissement stratégique et
Conseiller stratégique auprès des
fonds AIMS



Euan Munro est CEO d'Aviva Investors et membre du Directoire et du Comité exécutif d'Aviva. Aviva Investors est une société internationale de gestion d'actifs centrée sur des solutions d'investissement qui s'emploient à délivrer des résultats ciblés pour ses clients.

Avant d'occuper ses fonctions actuelles, Euan Munro s'est bâti un solide parcours dans l'investissement obligataire et multi-stratégies.

Euan possède un diplôme d'ingénieur en physique et électronique de l'Université d'Edinburgh. Il est également titulaire d'un diplôme supérieur en sciences actuarielles de l'Université Herriot-Watt et est membre de l'Institute of Actuaries.

L'issue du référendum capital qui déterminera le maintien ou non du Royaume-Uni dans l'Union européenne (UE) est teintée d'incertitude.

Nous ne prétendons pas pouvoir mieux en prédire les résultats que les sondages d'opinion et les bookmakers qui laissent à penser que le vote est toujours dans la balance. En revanche, nous avons davantage confiance en notre vision quant aux répercussions négatives à en attendre pour l'économie britannique et les prix des actifs financiers en livre sterling si le pays décide de sortir de l'UE.

Dans l'article qui suit, nous réunissons les points de vue de notre équipe d'économistes et de professionnels de l'investissement pour alimenter la réflexion de nos clients.

Tout d'abord, nous pensons qu'un Brexit aurait un effet préjudiciable majeur sur la confiance des entreprises, ce qui risquerait fort de faire plonger le Royaume-Uni dans la récession d'ici la fin de l'année. Mais les conséquences d'un vote de sortie ne seraient pas uniquement temporaires. Il faudrait selon nous s'attendre à constater une réduction permanente des exportations vers l'UE tandis que les investissements directs étrangers au Royaume-Uni en souffriraient également, ce qui entraînerait une hausse du chômage et un repli du potentiel de croissance à long terme du pays.

Les marchés financiers, eux aussi, réagiraient indubitablement très mal à un vote en faveur du Brexit. Une dépréciation immédiate et brutale de la livre sterling serait également à prévoir. Le Royaume-Uni supporte des déficits budgétaires et de sa balance courante relativement importants et dépend donc des capitaux étrangers pour financer l'insuffisance de l'épargne nationale. Si, comme nous l'anticipons, l'incertitude soulevée par un vote de sortie pousse les investisseurs internationaux à revoir leur appétit pour les actifs en livre sterling, le déclin de la monnaie pourrait s'aggraver dans le temps.

Bien que l'assouplissement de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre en réaction à tout repli économique ne fasse pas de doute, il est peu probable qu'il suffise à empêcher une dégringolade des cours des actions britanniques. Les petites entreprises risquent de souffrir le plus compte tenu de leur tendance à dépendre davantage de l'économie intérieure.

L'impact sur les gilts est, lui, plus incertain. Ils pourraient profiter de flux domestiques vers les valeurs refuge mais, dans le même temps, bon nombre d'investisseurs internationaux chercheront à vendre.

Tout peut encore se passer d'ici au 23 juin. Et, comme nous l'avons constaté à de nombreuses reprises récemment, de la crise financière

BREXIT : NOTRE VISION

POURQUOI LA DÉCISION DE QUITTER L'UE SERA-T-ELLE
COÛTEUSE POUR L'ÉCONOMIE BRITANNIQUE ET LES
ACTIFS EN LIVRE STERLING ?

Mars 2016



mondiale à la tragédie de la dette grecque, les marchés et les entreprises n'aiment pas les périodes d'incertitude.

Le référendum pourrait bien venir mettre un point final à un débat qui domine l'agenda politique depuis les élections générales.

Cependant, un vote en faveur du Brexit pourrait aussi vouloir dire que l'incertitude ne fait que commencer pour l'économie et les marchés financiers du Royaume-Uni.

Pourquoi la décision de quitter l'UE sera-t-elle coûteuse pour l'économie britannique et les actifs en livre sterling ?

Le 23 juin, la population du Royaume-Uni doit prendre l'une des décisions les plus capitales de toute une génération. La question posée au peuple britannique décidera du maintien ou non du Royaume-Uni dans l'UE. Les arguments pour ou contre ne sont pas uniquement politiques mais également économiques. Nous pensons qu'il est important pour nos clients d'envisager les implications économiques et financières d'un vote favorable à une sortie du cadre européen.

En bref, nous pensons que les conséquences d'un Brexit, à savoir un pic d'incertitude pour les entreprises et des retombées négatives sur les actifs en livre sterling, seraient suffisamment fortes pour faire plonger l'économie dans la récession en 2016.

En allant plus loin, la réduction probable des exportations vers l'UE pourrait entraîner une baisse du revenu national de trois pour cent et jusqu'à dix pour cent dans le pire des cas.

Enfin, le potentiel de croissance du pays à long terme pourrait également être remis en question, notamment du fait d'une baisse des investissements directs étrangers. Si toute estimation de cet effet reste très spéculative, il pourrait potentiellement en découler une perte de croissance de 0,2 à 0,4 point de pourcentage.

Les choses ne seront pas simples

Un vote en faveur du Brexit contraindrait le gouvernement à déclencher l'Article 50 des Traités sur l'UE qui oblige l'UE à négocier un accord de retrait. Bien entendu, cet Article 50 serait utilisé pour la première fois et le déroulement exact du processus qui s'ensuit reste quelque peu incertain. Les modalités de sortie seraient à négocier dans un délai de deux ans (sauf décision unanime de prolonger la période de négociation). Pendant la phase de négociation, le Royaume-Uni resterait un membre à part entière de l'UE, ce qui lui permettrait, par exemple, de continuer d'avoir accès au marché commun. Toutefois, compte tenu de l'incertitude totale autour des modalités et du calendrier d'un tel accord, nous pensons que les décisions d'investissement seraient durement touchées, en particulier pour les entreprises qui exportent beaucoup vers l'UE.

Nous anticipons donc des négociations à la fois complexes et semées d'embûches. Les économies de l'UE restent fragiles après la crise financière internationale et la crise

de la dette souveraine dans la zone euro. Les mouvements nationalistes gagnent du terrain un peu partout et menacent de déstabiliser le bloc. Nous ne pensons pas que les dirigeants de l'UE soient disposés à faciliter la sortie du Royaume-Uni dans la crainte d'en encourager d'autres à suivre.

Par ailleurs, nous pensons que certains membres de l'UE en profiteraient pour tenter de prendre des parts de marché au détriment du Royaume-Uni, notamment dans le secteur des services financiers.

Ceux qui sont favorables à une sortie de l'UE ont cité différents modèles d'échanges que le Royaume-Uni pourrait adopter avec l'UE. Ils vont de l'exemple à suivre de la Norvège en tant que membre de l'EEE à la négociation d'accords de libre-échange dans le cadre de l'Organisation mondiale du commerce (OMC).¹ Au cœur de l'éventail des issues envisagées, se niche un compromis de taille entre avantages économiques et souveraineté politique. Selon le modèle norvégien, l'accès du Royaume-Uni au marché commun (et la libre circulation du travail) ne changeraient guère mais le pays serait dans l'obligation de continuer à participer au budget de l'UE et de conserver les règlements européens (sans résoudre la question des conditions de tout nouveau règlement par la suite). À l'autre extrémité du spectre, se prévaloir des seules règles de l'OMC permettrait au pays de rejeter tous les règlements de l'Union européenne. Mais les barrières tarifaires et autres seraient rétablies. Point essentiel, une telle issue ne donnerait plus accès aux marchés de l'UE pour les prestataires de services britanniques (y compris les sociétés de services financiers) puisqu'ils ne sont pas couverts par l'OMC.

En réalité, aucune de ces options ne risque de convenir d'un côté comme de l'autre, ce qui rend l'issue encore plus incertaine.

Des coûts probablement élevés à court terme

Lorsque l'on évalue les implications économiques du Brexit, il convient de distinguer les implications à court terme (à horizon d'un an environ) des implications à long terme.

Les impacts économiques et financiers à court terme sur les marchés ne manqueront pas d'être substantiels et défavorables.

1. Les avantages et inconvénients de ces modèles sont présentés dans le tableau en page 5.

BREXIT : NOTRE VISION

POURQUOI LA DÉCISION DE QUITTER L'UE SERA-T-ELLE COÛTEUSE POUR L'ÉCONOMIE BRITANNIQUE ET LES ACTIFS EN LIVRE STERLING ?

Mars 2016



Nous anticipons une phase d'incertitude politique accrue au lendemain d'un vote de sortie. Le gouvernement serait mis en défaut de ne pas avoir convaincu la population de rester dans l'UE et les pressions en faveur d'un changement de leader au pouvoir iraient bon train. Si l'Écosse devait voter en faveur d'un maintien dans l'UE, nous anticiperions également un regain de spéculation autour d'un nouveau vote concernant l'indépendance de l'Écosse.

L'incertitude politique risque fort de peser sur la confiance des entreprises et des marchés financiers. Un fléchissement immédiat et brutal de la livre sterling serait également à prévoir. Le Royaume-Uni supporte des déficits budgétaires et de sa balance courante importants si on les compare aux standards internationaux et dépend donc des capitaux étrangers pour financer l'insuffisance de l'épargne nationale. Si, comme nous le prévoyons, l'incertitude soulevée par un vote de sortie pousse les investisseurs internationaux à revoir leur appétit pour les actifs en livre sterling, le déclin de la monnaie pourrait s'aggraver dans le temps. Nous tablons aussi sur une dégringolade des actions britanniques, tout particulièrement du côté des petites entreprises qui tendent à exporter moins.

L'impact sur les gilts est, lui, plus incertain. Ils pourraient profiter de flux domestiques vers les valeurs refuge mais en même temps ne seraient sans doute pas épargnés par des sorties de capitaux internationaux. Dans un tel contexte politico-financier, la confiance des entreprises et des consommateurs ne devrait pas tarder à sombrer. Le scénario le plus inquiétant serait le report, voire pire, l'abandon total, des investissements prévus par les entreprises. Lors de la crise financière mondiale, le recul des investissements des entreprises au Royaume-Uni a soustrait deux pour cent du produit intérieur brut (PIB). Même si nous n'anticipons pas un repli aussi marqué, nous considérons qu'il est fort possible que la baisse des investissements des entreprises soit suffisante pour faire basculer le Royaume-Uni dans la récession d'ici la fin 2016.

Malgré la chute attendue de la livre sterling et l'impact inflationniste qui en découlerait, nous pensons que la Banque d'Angleterre assouplirait sa politique pour éponger la crise économique probable, potentiellement en ramenant les taux à zéro et en relançant

« l'assouplissement quantitatif ». Si le repli de la livre sterling est particulièrement sévère ou désordonné, nous pourrions voir la banque centrale intervenir pour soutenir la monnaie. Elle a d'ores et déjà annoncé qu'elle injecterait des liquidités supplémentaires dans le système bancaire aux alentours de la date du scrutin afin d'éviter les difficultés de roulement des financements à court terme pour les banques sur les marchés.

Les implications à long terme sont moins claires mais semblent tout aussi négatives

Les implications à long terme d'une sortie du Royaume-Uni de l'UE sont moins claires. L'élément charnière en sera l'accord que le pays parviendra à obtenir. Nous tablons sur des négociations longues et difficiles avec la forte probabilité d'une issue défavorable concernant sa capacité d'accès aux marchés européens.

Plus de 50 % des exportations du Royaume-Uni sont à destination des pays de l'UE, soit environ 15 % du PIB. Une étude universitaire d'Ottaviano, Pessoa, Sampson et Van Reenen en 2014² a établi que, dans le cas d'un scénario pessimiste selon lequel le Royaume-Uni ne serait pas en mesure de négocier un accord de libre-échange avec l'UE, il pourrait en découler une réduction permanente de la production économique pouvant aller jusqu'à trois pour cent. Une bonne partie de ce repli est liée à la hausse des coûts des barrières non tarifaires (auxquels font face tous les pays en dehors de l'UE) comme la réglementation et d'autres obstacles juridiques à l'échange de biens et de services. Les auteurs poursuivent en soulignant que le coût final pourrait plutôt

approcher des 10 % si la réduction des échanges devait entraîner une baisse de la croissance de la productivité.

Le Royaume-Uni devrait également renégocier les accords d'échange en place avec d'autres pays en dehors de l'UE. La conclusion de nouveaux accords serait susceptible d'atténuer une partie de la hausse du coût du commerce avec l'UE mais leur négociation prendra sûrement des années et pourrait être une priorité secondaire pour les pays en question. Parallèlement aux implications négatives sur les échanges commerciaux, une limitation substantielle des investissements directs étrangers (IDE), moteur de choix de l'investissement et de la productivité au Royaume-Uni, pourrait avoir des effets préjudiciables de très longue durée. Si toute estimation de cet effet reste très spéculative, il pourrait potentiellement en découler une perte de croissance de 0,2 à 0,4 point de pourcentage.

À l'autre extrémité du spectre, les avantages économiques potentiels à tirer pour le Royaume-Uni de l'annulation de la législation et de la réglementation de l'UE sont très incertains. Le processus de réécriture de milliers de textes législatifs en vigueur sera une énorme entreprise. Par ailleurs, dans certains domaines, le Royaume-Uni a manifesté l'intention d'aller au-delà des obligations minimales imposées par l'UE, notamment en matière de réglementation bancaire. En d'autres mots, la sortie de l'UE ne serait pas nécessairement synonyme d'un environnement réglementaire simplifié.

2 Cf. Ottavio *et al.* (2014), « The Costs and Benefits of Leaving the EU », *Centre for Economic Policy mimeo, LSE.*

Aperçu des avantages et inconvénients des différents modèles d'échanges que le Royaume-Uni pourrait adopter

	Avantages	Inconvénients
EEE – le modèle norvégien	<ul style="list-style-type: none"> – Appartenance au Marché unique. – Capacité à négocier des accords d'échange indépendamment de l'UE. 	<ul style="list-style-type: none"> – Obligation d'application des procédures du Marché unique sans représentation pour en fixer les règles. – Obligation de conformité aux règles d'origine pour les exportations vers l'UE et soumission aux mesures anti-dumping de l'UE. – Obligation de contribution au budget de l'UE.
Accords bilatéraux – le modèle suisse	<ul style="list-style-type: none"> – Libre négociation des marchandises et libre circulation des personnes au sein de l'UE. – Capacité à négocier des accords d'échange indépendamment de l'UE. – Permis à la carte avec option de sortie des programmes de l'UE au cas par cas. 	<ul style="list-style-type: none"> – Les accords bilatéraux imposent à la Suisse d'adopter les règles de l'UE mais la Suisse n'est pas représentée dans le processus décisionnel de l'UE. – Pas d'accord avec l'UE sur les échanges de services. – Paiement d'une commission pour participer aux programmes de l'UE, mais probablement avec une contribution moindre que dans le cadre de l'EEE.
AELE	<ul style="list-style-type: none"> – Libre négociation des marchandises au sein de l'UE. – Capacité à négocier des accords d'échange indépendamment de l'UE. – Pas d'obligation d'adoption des politiques et règlements économiques de l'UE. – Pas d'obligation de contribution au budget de l'UE. 	<ul style="list-style-type: none"> – Pas de libre circulation des personnes au sein de l'UE. – Pas de droit d'accès aux marchés de l'UE pour les prestataires de services. – Obligation de conformité des exportations aux normes produits de l'UE.
OMC	<ul style="list-style-type: none"> – Capacité à négocier des accords d'échange indépendamment de l'UE. – Pas d'obligation d'adoption des politiques et règlements économiques de l'UE. – Pas d'obligation de contribution au budget de l'UE. 	<ul style="list-style-type: none"> – Obligation de soumission aux tarifs NPF et à toute barrière non tarifaire conforme aux accords de l'OMC. – Pas de libre circulation des personnes au sein de l'UE. – Pas de droit d'accès aux marchés de l'UE pour les prestataires de services. – Obligation de conformité des exportations aux normes produits de l'UE.

Source : Dhingra S et Sampson T (2016), « Life after BREXIT: What are the UK's options outside the European Union? »
Centre for Economic Performance, LSE.

Informations importantes

Ce document à caractère promotionnel est destiné exclusivement à des investisseurs professionnels et contreparties éligibles au sens de la Directive « MIF » n°2004/39/CE du 21 avril 2004 relative aux marchés d'instruments financiers.

Son contenu n'est pas destiné à une clientèle de particuliers et il ne doit pas être utilisé comme support de présentation à leur destination.

Il ne saurait être assimilé à une activité de démarchage, à une quelconque offre de valeur mobilière ou instrument financier que ce soit ou de recommandation d'en acheter ou d'en vendre.

Il contient des éléments d'information et des données chiffrées qu'Aviva Investors considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information externes, leur exactitude ne saurait être garantie.

Aviva Investors décline toute responsabilité quant à d'éventuels dommages ou pertes résultant de l'utilisation en tout ou partie des éléments figurant dans ce document.

Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Aviva Investors, faites au moment de la rédaction du document qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées.

La valeur d'un investissement sur les marchés peut fluctuer à la hausse comme à la baisse, et peut varier en raison des variations des taux de change. En fonction de la situation économique et des risques de marché, aucune garantie n'est donnée sur le fait que les produits ou services présentés puissent atteindre leurs objectifs d'investissement. **Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.**

Ce document ne peut être reproduit sous quelque forme que ce soit ou transmis à une autre personne que celle à qui il est adressé.

Ce document est établi par Aviva Investors France, société de gestion de portefeuille de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le n° GP 97-114, Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 17 793 700 euros, dont le siège social est sis 14, rue Roquépine, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 335 133 229.