

Brexit : utopie ou contre-utopie ?

Introduction

Le fait que le Royaume-Uni soumette, le 23 juin 2016, son appartenance à l'Union européenne (UE) à un référendum pour la deuxième fois en un peu plus de 40 ans est symptomatique de sa relation quelque peu ambivalente avec ses voisins. Pour reprendre une phrase de Churchill, les Britanniques « sont avec l'Europe et non dans l'Europe » ; ils souhaitent en effet appartenir à un vaste espace de libre-échange sans toutefois renoncer à leur souveraineté politique. Cette attitude est intrinsèquement différente de celle des autres pays de l'UE. Les Britanniques considèrent l'UE comme un projet économique ayant un coût politique alors que les autres membres de l'Union la voient comme un projet politique offrant des avantages économiques.

Cette différence d'attitude s'est illustrée dans les diverses dérogations aux accords européens obtenues par le Royaume-Uni, la plus criante étant son exclusion de la zone euro, qui donnent au pays une position de semi-détachement à l'égard de l'UE. Toutefois, un mode de fonctionnement avait été trouvé et, sous bien des aspects, le Royaume-Uni aurait pu continuer de cette manière à court terme. Alors pourquoi risquer de déstabiliser ce statu quo en tenant un référendum ?

La raison en est politique

Le Premier ministre David Cameron, pour contrer les eurosceptiques de son propre parti et la perte de son électorat au profit du UK Independence Party (UKIP), a promis, pendant sa campagne pour les élections de 2015, d'organiser d'un référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'UE. À l'époque, les sondages indiquant un parlement sans majorité, il pensait probablement qu'il n'aurait pas à tenir cette promesse. En cas de gouvernement de coalition, il aurait dû en effet abandonner le référendum. Mais les électeurs ont fait mentir les sondages et l'élection d'un gouvernement conservateur de majorité a forcé David Cameron à aller jusqu'au bout.

Les enjeux qui détermineront l'issue de la campagne du référendum ne sont autres que ceux qui ont dominé le débat britannique sur le rôle du pays dans l'Europe depuis les années 1950, à savoir, les conséquences économiques de rester dans l'Union européenne ou de la quitter, et la question de la souveraineté. Les partisans du maintien dans l'UE tendent à utiliser les arguments économiques alors que les partisans de la sortie exploitent la menace à la souveraineté.

Dans sa version la plus simple, le débat portera essentiellement sur le commerce, les investissements et l'immigration.

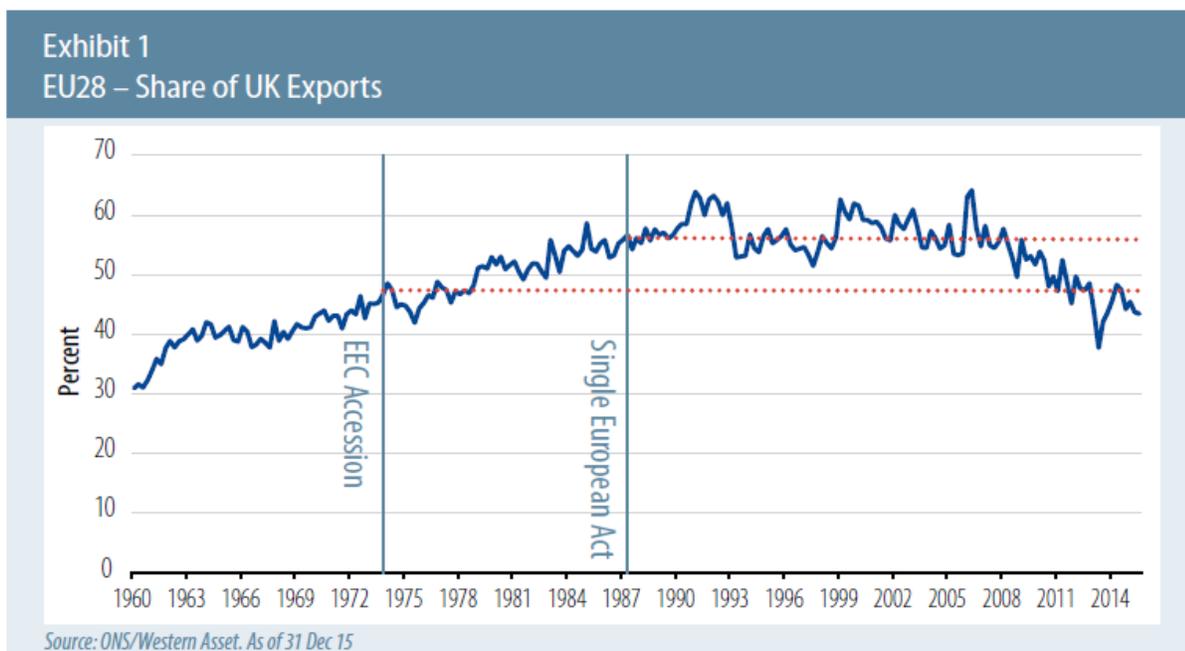
Commerce

L'UE étant le plus gros marché d'exportation du Royaume-Uni, les conséquences d'une sortie dans ce domaine sont et seront largement évoquées. Le déficit commercial important du Royaume-Uni avec l'UE suggère que les pays d'Europe continentale ont autant, si ce n'est plus à perdre d'une perturbation des échanges commerciaux. Comme le montre le schéma 1, la part totale des exportations britanniques de marchandises vers l'Europe des 28 n'a pas de commune mesure avec ce qu'elle était lors de l'accession du Royaume-Uni. Pourtant, malgré tout ce qu'on peut dire sur les avantages commerciaux du marché unique, le Royaume-Uni exporte aujourd'hui moins vers l'UE que lors de l'adoption de l'Acte unique européen.

S'il est vrai que le secteur des services britanniques s'est développé plus rapidement que celui des marchandises au cours des 30 dernières années (même si les marchandises représentent encore 55 % du

Juin 2016

total des exportations), il n'en reste pas moins que 80 % de l'excédent commercial généré par les services provient de pays hors de l'UE. Pour ce qui est des relations commerciales du Royaume-Uni avec le reste de l'UE, elles résultent en des avantages relatifs sur les échanges de biens et services, avec un excédent en faveur de l'UE sur les biens et en faveur du Royaume-Uni sur les services ; le solde commercial global étant excédentaire pour le reste de l'UE alors que le déficit britannique s'élevait à 67,76 milliards de livres sterling en 2015, soit 3,6 % du Produit intérieur brut (PIB). La solution la plus logique serait la négociation par le Royaume-Uni d'un accord de libre-échange étendu aux services, et plus spécialement aux services financiers qui continueraient à bénéficier du système actuel de « passeport commun ». Un compromis simple, qui jouerait encore globalement en faveur de l'UE.



On peut se demander si les politiques européennes soutiendraient cette solution, mais une nouvelle forme d'accord commercial devrait alors être trouvée.

Alternatives à l'Union Européenne

Si le Royaume-Uni devait quitter l'UE, un certain nombre d'options s'offriraient aux deux partenaires, chacune avec ses avantages et ses inconvénients. Les trois principales, présentées ci-dessous, reposent sur les relations commerciales actuelles avec les pays hors de l'UE.

1) Rejoindre l'Espace économique européen (EEE) (le modèle norvégien)

Il est difficile pour le Royaume-Uni de percevoir l'intérêt de cet accord : les problèmes actuels concernant la souveraineté et l'immigration ne seraient pas résolus et le pays continuerait à contribuer au financement de l'UE et à respecter les règlements européens sans pouvoir en influencer le contenu. Ce serait la pire des solutions.

2) Négocier un accord bilatéral (le modèle suisse ou turc)

Juin 2016

La Suisse a dû accepter des compromis qui présentent autant d'inconvénients que la solution norvégienne. La négociation d'un accord commercial, non seulement avec l'UE mais aussi avec le reste du monde serait extrêmement longue.

3) Rejoindre l'organisation mondiale du commerce (OMC)/Tarif extérieur commun

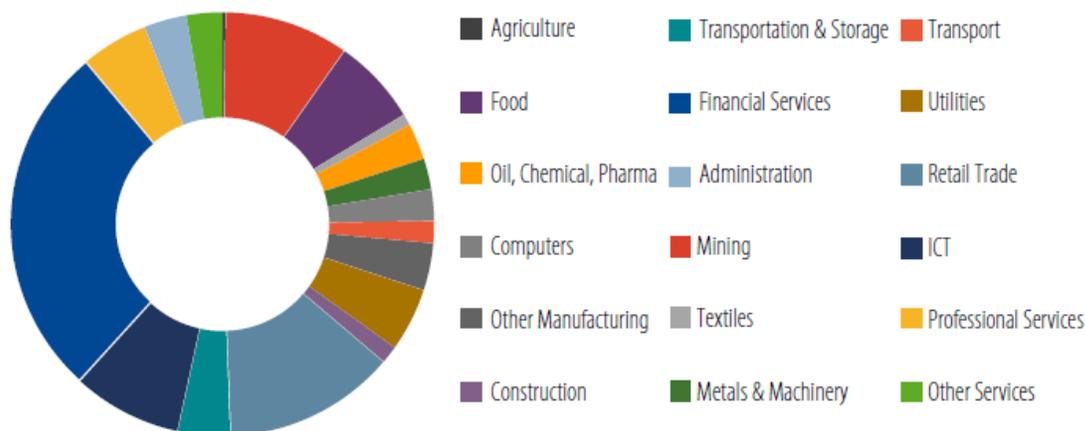
Cette solution serait sûrement celle qui perturberait le plus les relations commerciales du Royaume-Uni, particulièrement dans le domaine des services financiers. Ajoutées à cela les conséquences négatives qu'elle aurait sur la confiance nationale, il pourrait alors s'ensuivre un ralentissement de l'économie britannique.

La sortie de l'UE rendrait incertain l'avenir des relations commerciales du Royaume-Uni, au moins jusqu'à l'issue des négociations de nouveaux accords. Les options décrites ci-dessus présentent toutes des avantages et des inconvénients, et il est probable que le Royaume-Uni ne choisirait qu'un modèle partiel. Si l'on se réfère à l'histoire, à moyen terme, le pays s'adapterait et l'impact sur la croissance serait négligeable.

Investissement

Les investissements étrangers constituent la source principale de financement du déficit de la balance des paiements courants du Royaume-Uni, soit par des investissements indirects (titres de portefeuille) soit par des investissements directs. Les investissements directs non seulement constituent le pilier du financement du déficit courant mais financent également les investissements à long terme d'amélioration de la productivité, or 50 % des investissements directs étrangers (IDE) au Royaume-Uni proviennent de l'UE. Les opérations en capital seraient très vulnérables à un vote en faveur de la sortie. L'impossibilité de financer le déficit courant pourrait provoquer une crise immédiate de la livre sterling. Les investisseurs étrangers tourneront-ils le dos si le pays se prononce pour la sortie ? Les fonds des pays hors de l'UE sont attirés au Royaume-Uni en partie en raison de l'appartenance de ce pays au marché unique et de l'environnement commercial relativement propice qu'il offre. La sortie du marché unique peut être perçue comme négative, mais, selon l'issue des négociations, les obstacles pourraient être surmontés, notamment si la régulation des entreprises basées au Royaume-Uni était fortement assouplie. La concentration des IDE dans les services financiers (voir schéma 2) rend le Royaume-Uni particulièrement vulnérable, surtout si l'UE décide de retirer les droits au « passeport commun ».

Exhibit 2
FDI by UK Sector

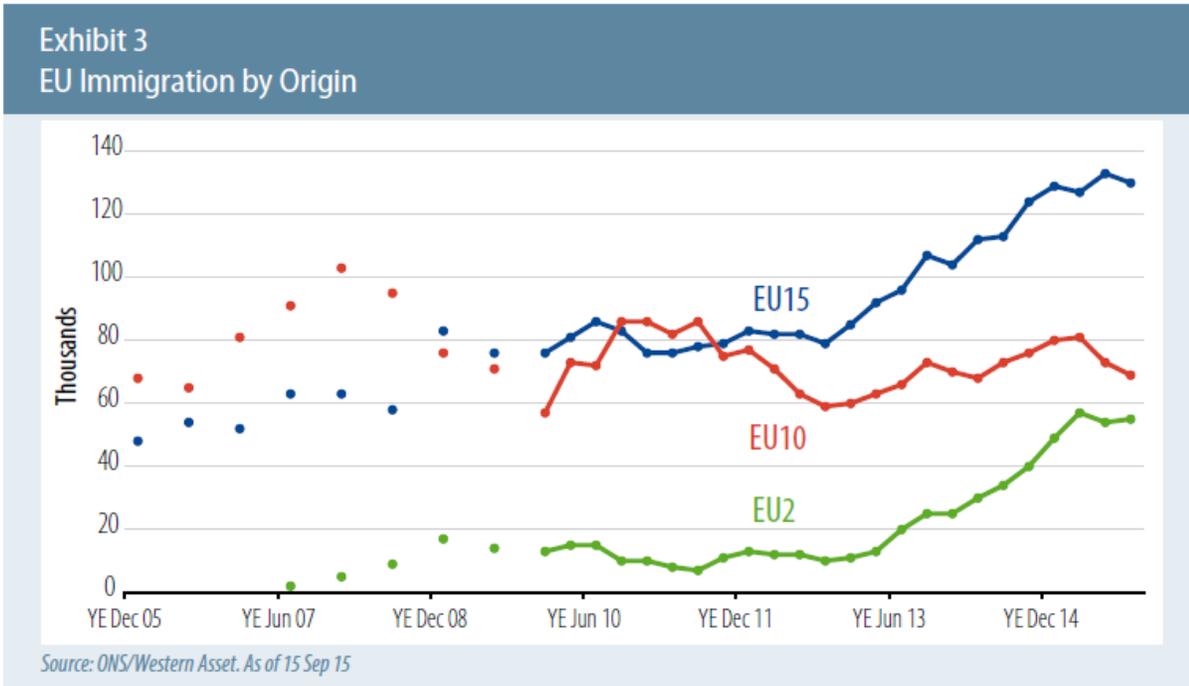


Source: ONS/Western Asset. As of 15 Sep 15

Immigration

Le débat porte essentiellement sur l'immigration en provenance des pays de l'UE et le contrôle des frontières alors que la majeure partie des immigrés étaient, tout du moins jusqu'en 2011, originaires de pays hors de l'UE. Depuis, la crise des dettes souveraines de la zone euro et la hausse du chômage provoquée par les politiques d'austérité, ont entraîné une augmentation de la part de l'immigration en provenance de l'UE, le maximum ayant peut-être été atteint. Il est surprenant de constater que les ressortissants des pays de l'ancienne Europe des 15 (Allemagne, France, Italie, Belgique, Pays-Bas, Luxembourg, Royaume-Uni, Danemark, Irlande, Grèce, Espagne, Portugal, Autriche, Finlande et Suède) représentent plus de 50 % du total de l'immigration des pays membres de l'UE. Les ressortissants des 10 pays qui ont rejoint l'UE en 2004 (UE-10 : République Tchèque, Estonie, Lettonie, Lituanie, Hongrie, Pologne, Slovaquie, Slovénie, Malte et Chypre) comptent pour 27 %, le reste provenant des pays ayant bénéficié de l'élargissement de 2007 (UE-2 : Bulgarie et Roumanie).

Le problème de l'immigration reste globalement du ressort des autorités du Royaume-Uni et l'encouragement de l'immigration de pays hors de l'UE est une politique délibérée qui n'a pas été dictée par Bruxelles. Dans le contexte du référendum, cet enjeu est passionnant mais devrait être débattu dans un cadre plus large.



Impact économique du Brexit

Pour résumer, les conséquences économiques d'un vote en faveur de la sortie seront déterminées principalement par l'interaction de deux facteurs : les accords commerciaux que le Royaume-Uni parviendra à négocier avec ses anciens partenaires européens et le reste du monde, et le niveau auquel le gouvernement britannique dérégulera son marché en abrogeant les règlements européens et ne les remplaçant pas par une régulation nationale tout aussi contraignante. Les résultats sont bien sûr incertains, mais l'analyse suivante nous permet de nous approcher des meilleures suppositions.

Des instituts de recherche ont procédé à une analyse modélisée des conséquences économiques possibles d'un Brexit. Les modèles sont bien sûr déterminés en grande partie par l'élasticité des hypothèses sous-jacentes. La plupart d'entre eux essaient de calculer les effets de divers types d'accords commerciaux et de différents niveaux de dérégulation. Ils reflètent tous dans une certaine mesure la partialité de leur auteur. Le schéma 4 résume les effets sur le PIB prévus dans chaque modèle.

**Exhibit 4
Economic Impact of Brexit – Model Simulations**

Year	Organization	Assumptions	GDP Impact
2015	Open Europe	WTO only	-2.20%
		Trade deal with EU	-0.80%
		Trade deal plus deregulation	+0.6%
		EU and global deal plus maximum deregulation	+1.6%
2014	LSE / CEP	Optimistic Case: No goods tariffs	-1.1%
		Pessimistic Case: MFN tariffs	-3.10%
2014	IEA (Mansfield)	Best Case:	+2.6%
		Most Likely:	+0.1%
		Worst Case:	-1.1%
2013	CEPR	WTO / MFN trade access	-1.8%pa
		UK-EUFTA trade deal	-1.2%pa
2004	IEA (Minford)	Unilateral free trade	+3.5%
2004	NIESR	Lower FDI	-2.3%

Source: CEPR/IEA/LSE/Open Europe

À la lumière de ces chiffres, il apparaît clairement que selon les hypothèses, une sortie de l'UE provoquerait à moyen terme une baisse significative ou un accroissement substantiel du PIB. Connaissant les difficultés qu'ont la plupart des experts à prévoir le PIB du Royaume-Uni à un horizon de un à trois ans, les estimations présentent les marges d'erreur habituelles. Selon nous, l'effet net à long terme serait neutre compte tenu du fait que la croissance du PIB proviendrait essentiellement de la productivité, de la main d'œuvre, de l'innovation et de l'éducation. Le taux de croissance du PIB britannique s'étant notablement stabilisé entre 2,25 % et 2,50 % par an depuis 1945, nous ne voyons aucune raison pour que cela change.

L'analyse à court terme est plus difficile, principalement en raison du climat d'incertitude qui naîtrait immédiatement après le vote. Combien de temps dureront les négociations, qui les mènera, et quand s'ouvriront-elles ?

Si le vote est en faveur de la sortie, le calendrier de cette sortie jouera un rôle crucial dans la planification du déroulement des négociations et l'évaluation du niveau d'incertitude qui ne manquera pas de peser sur les événements et les marchés financiers. Plus le délai sera long, plus la probabilité sera grande que toutes les négociations nécessaires puissent être terminées et que l'UE puisse s'adapter en douceur à un nouveau modèle de financement.

Conclusion

Juin 2016

Les partisans de la sortie aiment à croire qu'un Brexit ferait du Royaume-Uni un pays idyllique et utopique, une sorte de terre promise, sur laquelle les Britanniques prospéreraient et où tout serait pour le mieux dans le meilleur des mondes. Les partisans du maintien, eux, décrivent le Brexit comme un cauchemar dystopique, une contre-utopie, dans lequel plus personne ne commercerait avec le Royaume-Uni, le niveau de vie chuterait, la sécurité serait compromise et le pouvoir des Britanniques sur la scène internationale serait amoindri au point de devenir insignifiant. Même en admettant que ces exagérations soient de mise lors d'une campagne de référendum, aucune de ces deux descriptions ne se rapproche de la vérité car aucun des deux camps ne peut prévoir ce qui se passera après le vote.

Toutefois, l'analyse précédente donne quelques indices sur le déroulement des événements et sur les points d'achoppement possible. S'il est incontestable que les échanges commerciaux ont apporté des bénéfices réciproques, le fait est qu'ils ont été plus bénéfiques au reste de l'UE qu'au Royaume-Uni au cours des 20 dernières années. Les deux partenaires ont intérêt à parvenir à des accords, notamment parce que la majeure partie de l'excédent de la balance des paiements de l'UE avec le Royaume-Uni provient de l'Allemagne, moteur principal de la politique européenne depuis 10 ans. Un accord de libre-échange de biens semble plein de bon sens d'un point de vue européen. Le Royaume-Uni possédant un avantage relatif dans le secteur des services, et plus particulièrement des services financiers, il détient donc un atout dans les négociations sur son accès au marché des biens. Mais c'est aussi son talon d'Achille et sa dépendance de l'excédent sur les services financiers est évidente. Les inquiétudes de la Banque centrale européenne (BCE) et des États membres de la zone euro quant à la domination de Londres dans les opérations de change en euro et sur les instruments dérivés risquent de rendre difficile un accord sur le « passeport commun ». Sans cet accord, l'économie du Royaume-Uni subirait clairement un ralentissement à court terme (à moins que le processus de sortie ou d'ajustement ne se prolonge), que seule une dérégulation des services financiers pourrait atténuer.

Le risque le plus important pour l'économie britannique à court terme est le financement du compte de capital. Avec un déficit de la balance des paiements courants de 7 % du PIB au quatrième trimestre 2015, le besoin de flux de capitaux entrants est considérable et les investissements directs étrangers sont une source essentielle de financement à long terme. Près de la moitié de ces investissements proviennent de l'UE mais ils sont loin de combler le déficit issu de cette zone. Les IDE viennent en majorité du reste du monde, mais il est possible qu'ils soient encouragés par la participation du Royaume-Uni au marché unique et à son environnement favorable aux affaires. Si, après la victoire du vote en faveur de la sortie, les IDE cessaient ou simplement s'inversaient, le Royaume-Uni dépendrait des investissements indirects (titres de portefeuille) pour les entrées de capitaux, ce qui pourrait, à très court terme, provoquer une réaction de la Banque d'Angleterre (BoE) pour attirer les capitaux afin de protéger la livre sterling. Si l'incertitude est telle que les craintes d'une sortie désordonnée augmentent, une forte baisse de la livre n'est pas inconcevable, précipitée par les retraits de capitaux qui contraindraient la BoE à remonter les taux d'intérêt pour attirer des capitaux ou à faire marcher la planche à billets pour couvrir le déficit. Dans les deux cas, cela n'augure rien de bon pour les actifs en sterling. Dans un tel scénario, les actifs de l'UE ne seraient pas protégés parce que les actifs périphériques et risqués présenteraient rapidement une prime de risque alors que les actifs des pays cœur attirent habituellement un mouvement vers les actifs de qualité.

La souveraineté est un sujet sensible, surtout lorsqu'on l'aborde sous l'angle de l'immigration. Dans cet univers mondialisé, reste-t-il des nations vraiment souveraines ? Si le Brexit l'emporte, une grande partie de la régulation pourra être rendue à la compétence des autorités britanniques. Les changements se feront au cas par cas, mais, sur les problèmes qui affectent le plus la qualité de la vie, à savoir la santé et l'éducation, le pays exerce toujours sa souveraineté au sein de l'UE. Même en matière d'immigration, la crise actuelle a été largement laissée à la discrétion du gouvernement britannique qui a appliqué des politiques élaborées à la fin des années 1990. Il ne s'agit pas de minimiser le rôle de l'immigration en provenance de l'UE depuis 2010, mais elle n'est pas la seule cause de la crise. En cas de sortie du Royaume-Uni, l'immigration finirait par diminuer et le traitement des citoyens non naturalisés (européens et britanniques) ferait partie de l'accord.

Juin 2016

La baisse de l'immigration pénalisera-t-elle le marché de l'emploi britannique ? Ce n'est pas sûr. Une réduction de l'offre pourrait tirer marginalement les salaires à la hausse, mais aussi induire une amélioration de la productivité. Les analyses de l'immigration dans d'autres pays ne suggèrent pas qu'elle présente un réel avantage économique pour les sociétés d'accueil.

En résumé, nous considérons qu'une sortie de l'UE représenterait un risque à court terme pour le Royaume-Uni. Sur le long terme, l'impact est discutable, car les deux moteurs principaux de la croissance, à savoir la productivité et la main d'œuvre, détermineraient en dernier ressort la performance économique absolue et relative du pays.

Résultats du référendum et impact immédiat

L'histoire et l'expérience suggèrent que bien que les sondages donnent des résultats très serrés, les Britanniques voteront en faveur du maintien de leur pays dans l'UE. Les résultats des deux précédents référendums nationaux organisés au Royaume-Uni ont été dans le sens de ce que le gouvernement au pouvoir à l'époque défendait. En 1975, malgré des premiers sondages prévoyant une sortie certaine, le Royaume-Uni a choisi, par une forte majorité, de rester dans la Communauté économique européenne. Les principaux leaders politiques partisans du oui (des dissensions étant autorisées dans les partis, tout comme aujourd'hui), ont mené la campagne la plus unie et bénéficiant des soutiens les plus influents, leur permettant ainsi de rallier le public à leur cause. De même, en 2011, lorsque la question du changement de système électoral a été soumise à un référendum, après une courte période en faveur du changement, le statu quo l'a emporté dès lors que le Premier ministre a fait campagne dans ce sens. Même si nous avons aujourd'hui un parti national résolument eurosceptique, le UK independent Party, les 16 % de votants qui le soutiennent auraient voté pour le Brexit quoiqu'il en soit. Tout comme en 1975, les leaders des principaux partis politiques historiques se sont ralliés à la cause du maintien dans l'UE, bénéficiant de soutiens prestigieux et mènent une campagne unie. À l'instar des bookmakers qui donnent moins de 40 % de probabilité au vote en faveur d'une sortie de l'UE, nous pensons que la victoire du maintien dans l'Europe est l'issue la plus probable.

Ce résultat serait bon pour les actifs britanniques et européens. Les obligations d'entreprises et les actions devraient retrouver de la vigueur, la prime de risque attachée à l'incertitude des relations commerciales diminuant. La livre sterling devrait se raffermir, notamment face à l'euro, les transactions refuges étant dénouées, alors que les rendements des gilts devraient rester stables, la BoE gardant le statu quo sur sa politique monétaire.

Si nous nous trompons, quelles seraient les conséquences immédiates ? Nous imaginons que la réaction à chaud du Premier ministre David Cameron et des chefs de gouvernement de l'Allemagne, de la France et de l'UE serait d'intervenir immédiatement pour essayer de calmer le jeu, affirmant qu'ils respectent le choix du peuple britannique, que le Royaume-Uni reste un partenaire de l'UE à long terme, que l'objectif des négociations sera de protéger les relations commerciales, etc. La livre sterling chuterait ainsi que les actions et obligations d'entreprises britanniques et européennes, les plus touchées étant celles qui sont exposées aux échanges entre le Royaume-Uni et l'UE. La courbe des taux des gilts se pentifierait, les taux atteignant 25-50 points de base, alors que ceux des obligations des pays du cœur de l'Europe reculeraient. Les spreads des pays de la périphérie s'élargiraient et on assisterait à un regain de volatilité. Toutefois, nous supposons que la BoE et la BCE injecteraient des liquidités importantes sur les marchés pour empêcher la propagation de l'instabilité à l'ensemble du système bancaire et pour calmer les marchés. Une fois les négociations entamées et un calendrier fixé (comme nous l'avons déjà mentionné) le calme pourrait revenir et, avec le soutien des banques centrales, nous pourrions voir s'inverser les tendances décrites plus haut.

CONTACT PRESSE

Vanessa TALBI – Shan – vanessa.talbi@shan.fr – 01.47.03.93.79

A PROPOS DE LEGG MASON

Legg Mason Inc., est une société de gestion internationale dont l'encours total sous gestion s'élève à 670 milliards de dollars US à fin mars 2016. La société, basée à Baltimore (Etats-Unis) et cotée sur le New York Stock Exchange (symbole : LM), offre une large gamme de styles de gestion d'actifs sur les grands marchés internationaux. Plus d'informations sur www.leggmason.fr

Disclaimers:

It should be noted that the value of investments and the income from them may go down as well as up. Investment involves risks, including the possible loss of the amount invested. Past performance is not a reliable indicator of future results.

This information and data in this material has been prepared from sources believed reliable but is not guaranteed in any way by Legg Mason Investments (Europe) Limited nor any Legg Mason, Inc. company or affiliate (together "Legg Mason"). No representation is made that the information is correct as of any time subsequent to its date.

Opinions expressed are subject to change without notice and do not take into account the particular investment objectives, financial situations or needs of investors.

This material is not intended for any person or use that would be contrary to local law or regulation. Legg Mason is not responsible and takes no liability for the onward transmission of this material.

Issued and approved by Legg Mason Investments (Europe) Limited, registered office 201 Bishopsgate, London, EC2M 3AB. Registered in England and Wales, Company No. 1732037. Authorised and regulated by the UK Financial Conduct Authority.

This information is only for use by professional clients, eligible counterparties or qualified investors. It is not aimed at, or for use by, retail clients.