

Les politiques monétaires dans l'après-Brexit

Le 23 juin, les Britanniques ont choisi de mettre fin à leur appartenance à l'Union européenne (UE). Il est encore tôt pour mesurer les impacts économiques et financiers, autant au Royaume-Uni qu'ailleurs, mais ce dénouement plonge l'économie et les marchés dans une incertitude considérable. Les banques centrales sont au chevet de l'économie depuis la dernière crise et, même avant le *Brexit*, il existait une perception selon laquelle elles en étaient arrivées au bout de leurs capacités. Toutefois, étant donné leur mandat de stabilisation de l'inflation, on peut s'attendre à ce que certaines banques centrales interviennent. Ce *Point de vue économique* dresse l'état de la situation pour la Banque d'Angleterre (BoE), la Banque centrale européenne (BCE), la Réserve fédérale (Fed) et la Banque du Canada (BdC). Nous concluons par une réflexion au sujet des implications sur le dosage des politiques.

La décision des Britanniques de rompre leur appartenance à l'UE (*Brexit*) a provoqué une onde de choc sur les marchés financiers mondiaux. Dans une analyse¹ publiée après le résultat, nous avons documenté la réaction initiale des investisseurs et avons discuté des conséquences économiques, politiques et financières du vote. En somme, l'implication principale du *Brexit* est l'injection d'une dose considérable d'incertitude, dans un contexte qui était pourtant déjà très fragile. Pour les banques centrales, le *Brexit* entraîne de sérieux questionnements. Dans plusieurs cas, la politique monétaire est possiblement déjà allée trop loin. Nous avons notamment déjà statué que l'expérience des taux négatifs était un échec². Dans d'autres cas, la marge de manœuvre pour pallier un choc de grande envergure est extrêmement limitée.

Le *Brexit* fait partie du type d'événement à fort potentiel déstabilisateur sur les marchés financiers. L'expérience depuis 2008 montre à quel degré une récession mondiale issue d'une crise financière peut avoir des effets dévastateurs. Le contexte de politiques monétaires ultra-accommodantes

est lui-même symptomatique d'une économie mondiale qui ne s'est jamais réellement remise de la dernière crise et ses multiples incidences. Voilà qu'un choc survient et qu'il incombe encore aux banquiers centraux d'éviter le pire. Dans les prochaines sections, nous passons en revue l'état de la situation pour les principales banques centrales et statuons sur le scénario qui nous apparaît le plus probable, à la lumière du *Brexit*.

BANQUE D'ANGLETERRE : MARK CARNEY DEVRAIT PRIVILÉGIER UNE APPROCHE PROACTIVE

C'est forcément au Royaume-Uni que l'issue du référendum est la plus lourde de conséquences pour la conduite de la politique monétaire. Dans leurs avertissements répétés jusqu'au jour du référendum, les institutions officielles, autant britanniques que supranationales, ont été sans équivoque quant au fait que le *Brexit* aurait un impact négatif important sur l'économie du Royaume-Uni. Le Trésor britannique estimait l'impact sur le PIB à entre 3,6 % et 6,0 % sur un horizon de deux ans. L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) estimait un retranchement de 3,3 % d'ici la fin de la décennie. Sans se commettre à une estimation numérique, la BoE n'a pas hésité à parler de ralentissement et de possibilité de récession technique à court terme.

Il est évidemment tôt pour mesurer les effets du référendum. L'indice PMI composite du Royaume-Uni a excédé les anticipations des prévisionnistes en juin, répertoriant une baisse de seulement 0,6 point, contre une diminution

¹ Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « *Brexit* : les conséquences économiques, politiques et financières – Une autre incertitude s'ajoute à une conjoncture mondiale déjà fragile », 27 juin 2016, www.desjardins.com/ressources/pdf/pv160627-f.pdf?resVer=1467060967000.

² Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « L'expérience des taux négatifs ne semble pas concluante – Les banques centrales feraient mieux d'utiliser d'autres outils », 1^{er} mars 2016, www.desjardins.com/ressources/pdf/pv160301-f.pdf?resVer=1456840605000.

de 1,0 point prévue par le consensus. Toutefois, la grande majorité des réponses à l'enquête a été collectée avant le référendum. Dans le secteur des services, par exemple, 89 % des réponses ont été effectuées avant le 23 juin. Ce sont donc seulement les données de juillet qui offriront un portrait complet de l'impact économique initial du *Brexit*. On note néanmoins que l'indice PMI du secteur de la construction a connu sa plus forte chute depuis 2009 en juin, et ce, malgré le fait que 80 % des réponses à l'enquête ont eu lieu avant le référendum. Cela pourrait constituer un avant-goût de la performance de plusieurs indicateurs économiques au cours du mois de juillet.

Devant les risques élevés d'une récession au Royaume-Uni, il est presque acquis que la BoE assouplira sa politique monétaire. Le gouverneur de la BoE a offert un signal important le 30 juin, lorsqu'il a affirmé qu'un geste de détente monétaire sera probablement nécessaire au courant de l'été. On comprend ainsi que, même si la chute brutale de la livre sterling depuis le référendum devrait résulter en une hausse de l'inflation à court terme, la BoE accordera la priorité à la croissance. Cela est d'autant plus vrai que le Royaume-Uni vit actuellement un vide politique après la démission du premier ministre Dave Cameron, le forfait surprise de Boris Johnson, qui était le favori pour prendre sa succession, et la mutinerie interne au sein du principal parti d'opposition. Avec les multiples questions sans réponse (qui prendra la tête du gouvernement, qui invoquera l'Article 50 de la Constitution européenne, quel est l'avenir de Londres et son statut de capitale financière, y aura-t-il un nouveau référendum en Écosse, etc.), l'incertitude devrait nuire à la croissance sur une période assez longue.

Le débat sur la BoE porte davantage sur le « quand » et le « comment ». Est-il nécessaire que la BoE attende d'avoir des données qui confirment le choc économique? Si oui, la BoE patientera jusqu'à ses réunions d'août ou de septembre avant d'agir. La BoE a toutefois tous les arguments en main pour justifier une approche proactive, et un geste dès le 14 juillet semble probable. Déjà, les pressions qu'exercent les investisseurs de fonds immobiliers pour retirer leurs liquidités sont un signe important d'instabilité. Mark Carney a d'ailleurs indiqué à cet égard que les risques au système financier britannique étaient en train de se matérialiser.

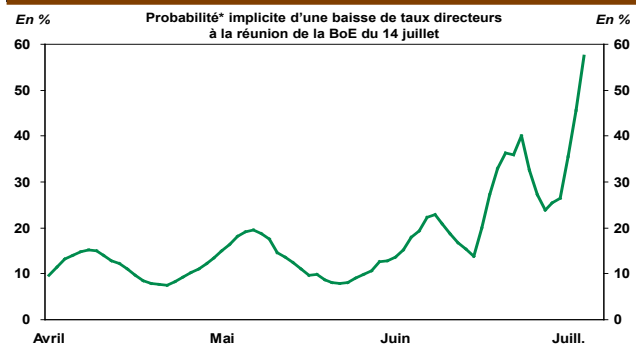
Le défi pour la BoE est néanmoins de trouver une façon de stimuler adéquatement l'économie britannique. Le taux directeur principal de la BoE se situe encore au niveau qu'elle avait déterminé comme étant le plancher lors de la crise financière, soit 0,50 %. Or, l'avènement de politiques de taux négatifs dans plusieurs régions du monde a fait sauter la notion d'un plancher obligatoirement au-dessus de zéro. Dès mai 2013, un rapport de la BoE avait indiqué qu'il

n'y avait pas d'obstacles techniques ou opérationnels à ce qu'elle fasse passer son principal taux directeur en territoire négatif, tout en avertissant que le maintien d'un taux inférieur à -0,50 % pour une période prolongée risquait d'inciter les déposants à retirer leurs avoirs liquides.

Une entrée en territoire négatif serait toutefois surprenante dans le cas du Royaume-Uni. Dans leurs évaluations des politiques de taux négatifs, les dirigeants de la BoE se sont inquiétés de l'effet pénalisant sur la profitabilité des banques, et ce, longtemps avant que ces préoccupations ne soient validées par l'expérience des banques européennes cette année. Les banques britanniques sont déjà au cœur d'une incertitude de nature systémique, elles qui pourraient voir de lucratifs revenus sur les activités de compensation financière glisser entre leurs mains si le pôle financier européen s'établissait ailleurs qu'à Londres. Le moment serait ainsi mal venu pour une politique nuisible à la profitabilité des banques.

Un scénario plus plausible est celui d'une réduction des taux directeurs, possiblement à près de zéro, accompagnée d'une nouvelle vague d'assouplissements quantitatifs. À ce stade-ci, les marchés escomptent une grande probabilité d'un geste rapide (graphique 1). La baisse associée des taux obligataires au Royaume-Uni est d'autant plus spectaculaire qu'elle est survenue en dépit de la perte du statut AAA auprès de l'agence de notation Standard & Poor's le 27 juin. L'agence a même abaissé la cote du Royaume-Uni de deux niveaux, au rang AA, du jamais vu pour un titre de dette souveraine coté AAA. Les autres agences ont également effectué des changements défavorables. La forte chute des taux obligataires britanniques malgré ces révisions témoigne bien des alternatives limitées dont disposent les investisseurs pour placer leurs capitaux en situation de turbulences.

Graphique 1 – Les marchés s'attendent à ce que la BoE abaisse ses taux



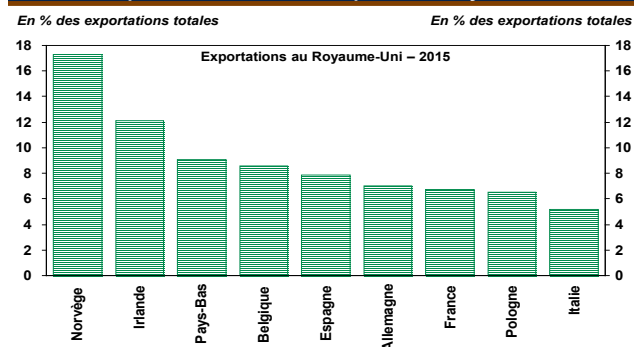
* Selon les swaps indexés au taux de la BoE.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE RISQUE DE DEVOIR FAIRE PREUVE DE CRÉATIVITÉ

Les marchés financiers européens ont été touchés autant, sinon plus, qu'au Royaume-Uni. La brève incursion du taux obligataire allemand de dix ans en territoire négatif avait semé l'émoi le 15 juin. En date du 5 juillet, ce taux se situait à $-0,18\%$, après un plongeon décisif sous zéro entraîné par le résultat du référendum. Les indices boursiers européens ont réagi aussi violemment au résultat du référendum que l'indice britannique. Le 24 juin, des pertes de $8,0\%$ ont été répertoriées en France, de $6,8\%$ en Allemagne et de $12,5\%$ en Italie.

Économiquement, les effets du *Brexit* sur l'économie britannique pénaliseront une croissance européenne déjà fragile. Le Royaume-Uni est la destination première des exportations de l'UE. La Norvège, l'Irlande, la Belgique et les Pays-Bas sont les pays qui affichent la plus forte concentration d'exportations destinées au Royaume-Uni (graphique 2). En plus de la demande plus faible pour des biens européens résultant du choc économique, la forte dépréciation de la livre par rapport à l'euro rendra ces biens encore moins attractifs du point de vue des Britanniques. Sur une perspective plus large, l'OCDE estime que les conséquences économiques se jumelleront aux effets financiers pour causer un manque à gagner de 1% en PIB réel d'ici 2020 pour l'UE.

Graphique 2 – Les secteurs extérieurs de plusieurs pays européens sont fortement exposés au Royaume-Uni



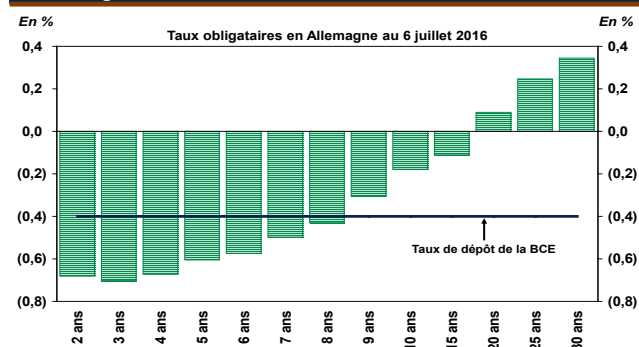
Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

Dans ce contexte, la BCE pourrait ressentir le besoin d'en faire davantage pour appuyer son économie. La tâche s'avère toutefois compliquée étant donné une politique monétaire déjà à bout de bras. La BCE a instauré une politique de taux de dépôt négatifs en 2014, et a récemment élargi son programme d'achat de titres pour y inclure des obligations de société. En mars 2016, la BCE a néanmoins clairement affiché ses réserves quant à l'idée d'amener son taux de dépôt plus profondément en zone négative. La santé financière des banques, notamment en Italie, constitue

une grande source de préoccupation, et les taux négatifs nuisent aux marges bénéficiaires de ces institutions. Il est vrai que le programme de prêt aux institutions financières (*TLTRO II : targeted longer-term refinancing operations II*) annoncé en mars permet aux banques de compenser l'effet pénalisant des taux négatifs (conditionnellement à une augmentation de leur octroi de crédit). Toutefois, la première salve d'opérations a fait l'objet d'une demande décevante (399 G€ , et en grande majorité de simples renouvellements de prêts existants). L'effet mitigeant sur l'influence des taux de dépôt négatifs est donc très limité jusqu'à maintenant, et il serait surprenant que la BCE ajoute de l'huile sur le feu en abaissant davantage le taux sur les dépôts, de son niveau actuel de $-0,40\%$.

Il semble plus probable qu'elle décalera de nouveau la fin prévue du programme d'achat de titres, actuellement établi à mars 2017. Elle pourrait aussi de nouveau bonifier la quantité mensuelle de titres qu'elle acquiert (80 G€), mais, pour ce faire, elle devra vraisemblablement ajuster sa politique de répartition. Selon les modalités actuelles, la BCE ne peut faire l'acquisition d'obligations dont les taux sont inférieurs au taux sur les dépôts. Une proportion importante d'obligations allemandes, aux échéances les plus courtes, est ainsi rendue inéligible (graphique 3). La BCE peut concentrer ses achats dans la partie plus longue de la courbe obligataire allemande, mais cela risque de déclencher une autre contrainte : la limite de 33% pour la détention par la BCE d'une émission donnée. Ceci sans compter l'efficacité discutable d'une politique destinée à abaisser des taux déjà très faibles.

Graphique 3 – La BCE ne peut pas actuellement acheter des obligations allemandes à une échéance inférieure à neuf ans



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Certaines spéculations font état de la possibilité de modifier la méthode de répartition des achats d'obligations souveraines, de manière à ce qu'elle soit déterminée selon la taille relative de l'encours de la dette de chaque pays, plutôt que selon la part des pays dans la souscription au capital de la BCE. Cela permettrait à ce que les achats s'orientent

davantage vers les obligations des pays de la périphérie, comme l'Italie, l'Espagne et le Portugal, là où une réduction des coûts d'emprunt peut encore avoir un effet bénéfique. Or, une telle stratégie se bute à l'inévitable opposition de l'Allemagne, qui tolère mal la suppression des forces de marché, garantes d'une certaine discipline budgétaire. L'achat d'obligations corporatives supplémentaires est une option sensée, mais il s'agit toujours d'un marché peu liquide en Europe, ce qui entraîne des obstacles opérationnels qui ne se posent pas dans le cas d'achat d'obligations souveraines.

UNE RÉSERVE FÉDÉRALE TROP CRAINTIVE POUR POURSUIVRE LA NORMALISATION CETTE ANNÉE

Les effets directs du *Brexit* sont beaucoup moins menaçants aux États-Unis. Entre 2011 et 2015, seulement 3,5 % des exportations américaines ont pris la direction du Royaume-Uni. Même s'il est vrai que les États-Unis acheminent près de 15 % de leurs exportations à l'UE, il demeure que l'importance des exportations dans le PIB est relativement faible aux États-Unis (graphique 4). Des ralentissements au Royaume-Uni et en UE ne devraient donc pas avoir d'incidences directes majeures sur les perspectives de croissance américaines. Il ne s'agirait d'ailleurs pas d'un terrain inconnu. Rappelons que les économies des

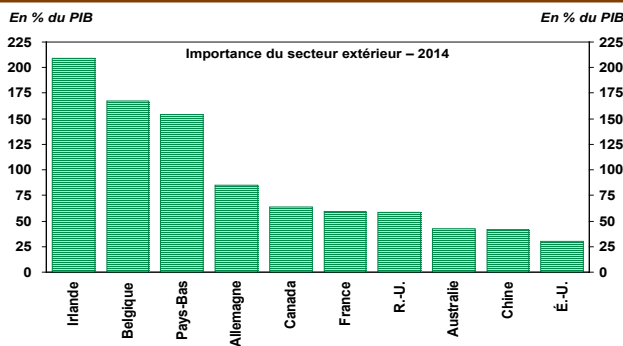
États-Unis et du Canada avaient continué à croître de manière acceptable en 2012, pendant que l'Europe traversait une récession (graphique 5).

Les dirigeants de la Fed ont exprimé des opinions partagées par rapport au *Brexit*. Plusieurs ont reconnu que les incidences directes étaient plutôt limitées. James Bullard, de la Fed de St-Louis, a affirmé le 30 juin qu'il y aura probablement peu d'impacts sur l'économie américaine. John Williams, de la Fed de San Francisco, a abondé dans le même sens le 5 juillet, relativisant le *Brexit* avec les craintes du début d'année sur l'économie chinoise. Ces dernières avaient été à ses yeux une source de préoccupation beaucoup plus importante.

D'autres dirigeants plus influents ont toutefois joué la carte de la prudence. Le 21 juin, lors de son témoignage devant le Congrès américain, la présidente de la Fed, Janet Yellen, a fait une mise en garde contre l'impact potentiel de la volatilité financière sur l'économie américaine. Elle s'était aussi montrée préoccupée face à un scénario d'aversion au risque pouvant entraîner le dollar américain en hausse. Le gouverneur de la Fed, Jerome Powell, a fait état d'un certain resserrement des conditions financières. L'influent président de la Fed de New York, William Dudley, a pour sa part affirmé que le *Brexit* amenait des nuages à l'horizon pour la politique monétaire.

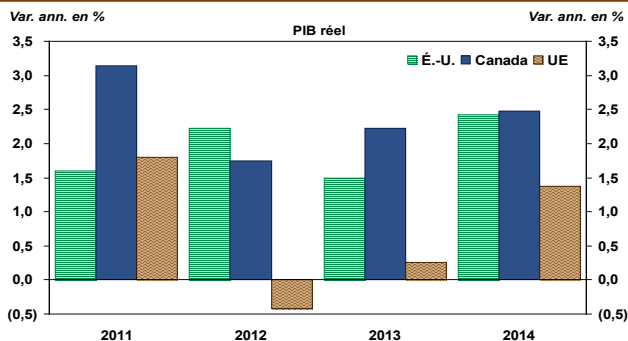
Il semble y avoir un meilleur consensus autour de l'idée selon laquelle il est encore tôt pour évaluer les effets du *Brexit* sur l'économie américaine. Les dirigeants semblent donc relativement confiants quant à un scénario de base où les répercussions négatives du *Brexit* sont limitées. Toutefois, la probabilité d'un scénario alternatif caractérisé par d'importants effets de contagion semble assez élevée pour requérir une certaine vigilance. La Fed est tout particulièrement consciente du risque accru de volatilité financière dans l'après-*Brexit*, tant qu'il n'y aura pas plus de clarté pour la suite des choses au Royaume-Uni. Dans ce contexte, et avec une élection américaine en sus, nous voyons mal la Fed en arriver à un état d'esprit lui permettant de poursuivre la normalisation de sa politique monétaire en toute confiance cette année. Même si nous avons très peu ajusté notre scénario économique pour les États-Unis, nous estimons désormais que la Fed patientera jusqu'à mars 2017 avant de décréter sa prochaine hausse de taux directeurs.

Graphique 4 – Les États-Unis sont peu dépendants du commerce extérieur



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 – L'économie nord-américaine n'avait pas été trop perturbée par la dernière récession en Europe

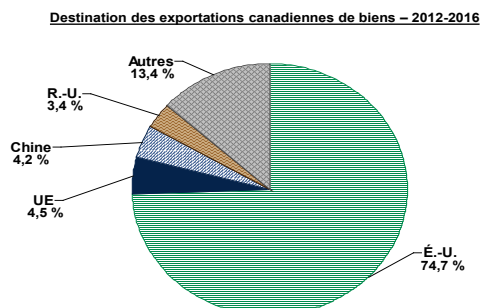


Sources : Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

gouverneur Stephen Poloz s'était contenté d'affirmer que le référendum posait de nouveaux risques à l'échelle mondiale qui pourraient amener la BdC à modifier ses prévisions. La BdC présentera son nouveau scénario économique le 13 juillet, alors qu'elle publiera son *Rapport sur la politique monétaire*. Il serait toutefois surprenant de voir de grands ajustements au scénario économique canadien strictement liés au *Brexit*. Dans son rapport précédent, publié à la mi-avril, la BdC avait énuméré cinq risques, et le *Brexit* ne faisait partie d'aucun d'entre eux.

L'économie canadienne est peu exposée à l'Europe, achevant 3,4 % de ses exportations au Royaume-Uni et 4,3 % en UE, contrairement à près de 75 % qui prennent la direction des États-Unis (graphique 6). Cela ne veut pas dire pour autant que la BdC ne fera pas preuve de vigilance. Après tout, jusqu'au moment où le choc des prix du pétrole a frappé l'économie canadienne de plein fouet, les vents contraires mondiaux étaient plus souvent qu'autrement un argument qu'utilisait la BdC pour justifier le maintien d'une politique monétaire accommodante, au grand dam de ceux qui réclamaient des gestes concrets pour enrayer l'accélération de l'endettement des ménages.

Graphique 6 – Les exportations vers le Royaume-Uni comptent pour une faible part des exportations canadiennes totales



Sources : Innovation, Sciences et Développement économique Canada et Desjardins, Études économiques

Il reste que vigilance n'est pas synonyme d'intervention. Même si l'économie canadienne est fragilisée par les rationalisations des dépenses d'investissement dans le secteur des ressources naturelles et par les perturbations temporaires liées aux feux de forêt de Fort McMurray, le *Brexit* ne change pas la donne au point d'exiger de nouveaux assouplissements monétaires. La BdC compte actuellement sur deux alliés. D'abord, le gouvernement fédéral : le Canada se distingue, entre autres, de plusieurs pays de par une politique fiscale expansionniste. Ensuite, la devise : tout mouvement d'aversion au risque liée au *Brexit* devrait résulter en des flux de capitaux vers les États-Unis, haussant la valeur du dollar américain et augmentant du même coup l'attrait des biens et des services canadiens auprès des Américains.

Chose certaine, la normalisation des taux au Canada n'est pas pour bientôt. Au même titre que le *Brexit* incitera la Fed à plus de patience, ne serait-ce que pour bien évaluer la situation, nous croyons que la BdC restera sur les lignes de côté pour longtemps. Stephen Poloz a lui-même mentionné le 15 juin dernier que « la patience reste de mise » avant que l'économie canadienne puisse de nouveau croître à un rythme durable. L'an prochain, les effets des mesures de stimulation budgétaire devraient battre leur plein, et il serait surprenant que la BdC s'empresse de mettre les bâtons dans les roues du ministère des Finances, qui vient lui porter main forte. Tout compte fait, nous estimons que la BdC attendra à avril 2018 avant de décréter sa prochaine hausse de taux.

EN ASIE, LA BANQUE DU JAPON PEUT-ELLE PASSER DE LA PAROLE AUX ACTES?

La poussée d'aversion pour le risque après le *Brexit* applique une importante pression haussière supplémentaire sur le yen japonais (graphique 7), dans un contexte où l'inflation et les anticipations d'inflation faiblissent, et où certains indicateurs d'activité comme la production industrielle et la consommation des ménages demeurent anémiques. La Banque du Japon (BoJ) s'était lancée dans l'univers des taux négatifs en janvier, mais plutôt que de se déprécier, le yen s'est apprécié depuis. Les dirigeants japonais ont menacé d'intervenir sur le marché des changes dans les derniers mois. Le premier ministre, Shinzo Abe, a même demandé au ministre des Finances, Taro Aso, de surveiller de près la devise et de prendre des mesures appropriées. Toutefois, aucun geste en ce sens n'a été effectué à ce jour, ce qui laisse croire que la BoJ pourrait douter de sa capacité à exercer à elle seule une influence sur le cours du yen (sans compter les pressions diplomatiques en provenance des États-Unis).

Graphique 7 – La vigueur additionnelle du yen depuis le Brexit amplifie les maux de tête de la BoJ



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Pendant ce temps en Chine, la remontée du dollar américain qui a suivi le *Brexit* est une préoccupation. Les autorités ont dévalué le taux de change de référence de 0,9 % le 27 juin,

ce qui fait craindre l'abandon de politiques visant en une dévaluation ordonnée plus tôt cette année. Une nouvelle fuite des capitaux demeure un risque important pour la Chine et si les autorités monétaires chinoises choisissent la voie d'une dévaluation rapide, les conséquences pourraient s'avérer déstabilisantes sur les marchés financiers mondiaux. Cela donnerait ainsi une justification supplémentaire aux autres banques centrales pour le maintien de conditions très accommodantes, ou même pour davantage de stimulation monétaire.

CONCLUSION : LE BREXIT POURRAIT FORCER UN CHANGEMENT D'ATTITUDE SUR LE DOSAGE DES POLITIQUES

Une agence de notation de crédit a qualifié le *Brexit* « d'événement charnière » (*seminal moment*). Seul le temps déterminera la justesse de cette caractérisation. Pour les banques centrales, déjà lourdement investies dans le soutien de la croissance, le *Brexit* pourrait marquer la genèse d'une précipitation vers des politiques de plus en plus irresponsables (taux négatifs), ou encore rétrogrades (dévaluations concurrentielles). Il pourrait aussi marquer une prise de conscience véritable des limites de la politique monétaire, et un mouvement vers une plus grande concertation entre les politiques monétaires et fiscales.

L'environnement actuel sur les marchés obligataires fait en sorte que dans plusieurs cas, comme en Europe ou au Japon, il est carrément coûteux pour les gouvernements de ne pas emprunter davantage pour stimuler la croissance. Des gouvernements qui tiennent mordicus à la rigueur budgétaire malgré des taux négatifs signalent implicitement une préférence pour assumer ce coût d'opportunité, plutôt que de risquer subir des montées en flèche de leurs coûts d'emprunt le jour où les investisseurs n'auront plus confiance en leur gestion budgétaire. Ceci implique toutefois une réaction macroéconomique sous-optimale à des conditions d'emprunt extrêmement avantageuses.

Un choc économique issu du *Brexit* pourrait possiblement contribuer à faire tomber ce blocage. À cet égard, le Canada fait figure d'exemple : dans son cas, c'est le choc des prix du pétrole qui a initié le mouvement. Le Parti libéral a remporté la dernière élection en promouvant une stratégie de relance par le biais d'investissements publics en infrastructures, affirmant ouvertement que la politique monétaire était à bout de ressources. Est-ce que le *seminal moment* marquera le début d'un rééquilibrage du dosage des politiques ailleurs dans le monde? C'est un dossier à suivre.

Jimmy Jean
Économiste principal