

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Est-ce que l'étonnante résilience de l'économie britannique durera?

Le signal de départ des négociations menant au *Brexit* est donné

Au lendemain de la décision référendaire du 23 juin 2016, les craintes de voir l'économie du Royaume-Uni s'enliser étaient importantes. Toutefois, l'activité économique a bien mieux performé que prévu, aidée entre autres par la dépréciation de la livre. Les attentes ont donc été relevées, mais on s'attend tout de même à ce que l'incertitude entourant le *Brexit* affecte tôt ou tard le Royaume-Uni. L'effet des hausses de prix sur les dépenses réelles des ménages donne déjà un signe de faiblesse à venir. L'ampleur des conséquences de la décision des Britanniques sera plus claire lorsque l'on connaîtra le dénouement des négociations qui s'amorcent maintenant entre Londres et les autres capitales européennes.

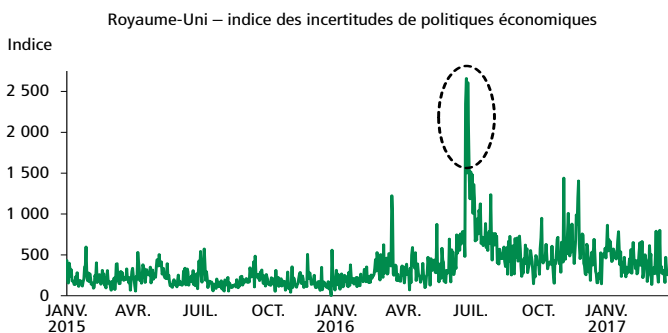
Le 23 juin 2016, les Britanniques ont causé un choc majeur. La décision des électeurs de voter majoritairement pour la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (UE) défit la plupart des sondages ainsi que l'opinion de nombreux experts. L'effet de surprise a été total et les marchés ont réagi en conséquence. Les cours des actions ont chuté, et pas seulement à Londres, mais aussi ailleurs sur les autres principales places boursières de la planète. La livre s'est rapidement dépréciée. Les taux d'intérêt obligataires britanniques ont aussi diminué pour refléter des perspectives de croissance plus faibles ainsi que pour escompter une politique monétaire plus accommodante. Les indices de volatilité ont grimpé alors que le risque et l'incertitude ont repris les devants de l'actualité financière et économique (graphique 1).

Les prévisions économiques ont aussi été revues à la baisse. Les résultats des attentes consensuelles publiées au cours de l'été affichaient des croissances prévues du PIB réel britannique pour 2016 et 2017 plus basses que ce qui était auparavant anticipé (graphique 2). Les principaux organismes internationaux ont aussi ajusté leurs perspectives. En avril, le Fonds monétaire international (FMI) prévoyait 1,9 % de croissance pour l'économie du Royaume-Uni pour 2016 et 2,2 % pour 2017. Ces prévisions ont passé respectivement à 1,7 % et à 1,3 % en juillet.

Quelques indicateurs économiques ont commencé à montrer une image sombre de la conjoncture dès le mois de juillet. Les indices de confiance des ménages se sont nettement détériorés.

GRAPHIQUE 1

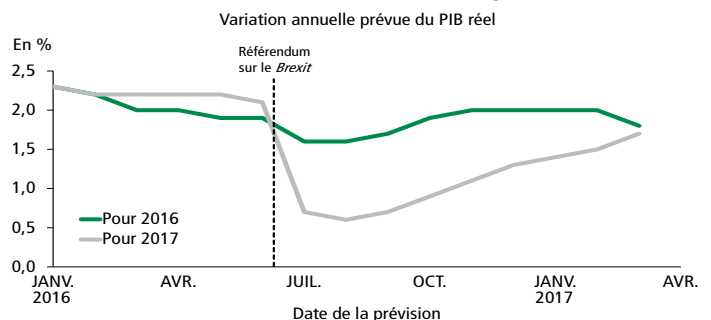
Le résultat référendaire a fait croître l'inquiétude



Sources : policyuncertainty.com et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2

Les prévisions ont été promptement revues à la baisse après le résultat référendaire, mais elles ont remonté par la suite



Sources : Consensus Forecast et Desjardins, Études économiques

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Francis Généreux, économiste principal

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS : Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE : Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2017, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

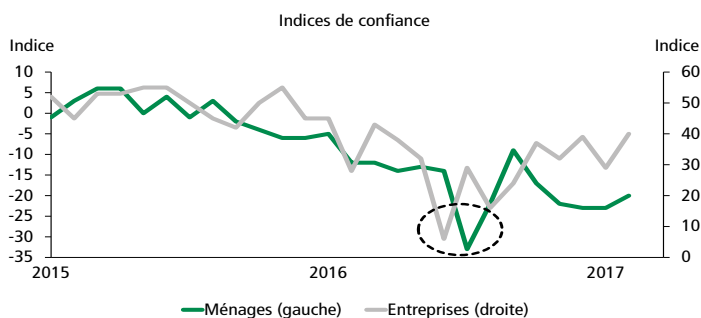
Les indices PMI ont perdu plusieurs points, pour passer sous la barre de 50 qui fait la différence entre une croissance et une contraction de l'activité économique. Les perspectives se sont également assombries pour le marché immobilier.

Une croissance meilleure que prévu

Malgré ses difficultés, l'économie britannique n'a pas sombré et les indicateurs se sont rapidement ressaisis à partir de la fin de l'été. La bonne croissance enregistrée par le PIB réel britannique au deuxième trimestre (avant le référendum, mais publiée en juillet) a montré que l'économie avait déjà un bon élan. Les indices de confiance des entreprises et des ménages ont rapidement remonté (graphique 3). La Bourse est revenue à son niveau d'avant le référendum et l'a même dépassé.

GRAPHIQUE 3

La confiance des ménages et des entreprises a remonté



Sources : GfK, Lloyds et Desjardins, Études économiques

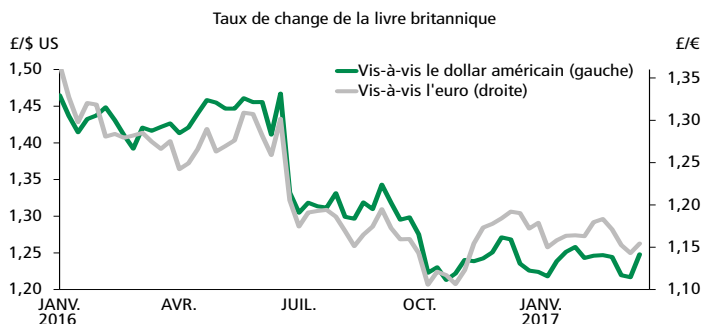
Plusieurs facteurs ont permis d'amoindrir les effets négatifs appréhendés. Premièrement, il est rapidement devenu clair que la Banque d'Angleterre tenterait d'aider l'économie du Royaume-Uni à amortir le choc. Deuxièmement, si plusieurs indicateurs financiers se sont ressaisis, la livre est demeurée basse (graphique 4). Cela a aidé les exportateurs à reprendre confiance malgré les risques associés à l'éventuel divorce avec le reste de l'Europe (graphique 5). La dépréciation de la livre semble également avoir aidé le tourisme, surtout vers la fin de l'année (graphique 6). Les achats faits par les voyageurs ont connu un sursaut après le référendum.

Répit politique

La situation politique s'est également avérée moins compliquée que prévu. Avec le résultat du 23 juin, il était clair que le premier ministre David Cameron ne pouvait conserver son poste. Une lutte fratricide pour pourvoir le poste de chef du Parti conservateur devait donc se déclencher et durer plusieurs mois. Toutefois, après quelques jours, Theresa May a été consacrée chef du Parti et première ministre. Une source d'incertitude venait donc de tomber. Deuxièmement, le nouveau gouvernement conservateur formé par Theresa May a rapidement signalé qu'il prendrait son temps avant d'invoquer officiellement l'article 50 du traité sur l'UE qui enclenche le processus de sortie d'un pays.

GRAPHIQUE 4

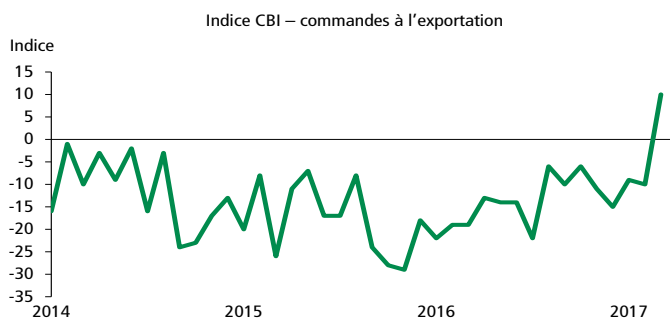
La livre est demeurée faible après le choc initial



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 5

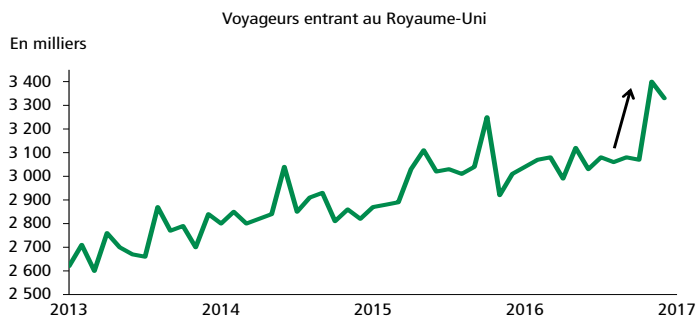
La dépréciation de la livre favorise les exportateurs



Sources : Confederation of British Industry et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 6

La dépréciation de la livre a aussi favorisé le tourisme



Sources : Office for National Statistics et Desjardins, Études économiques

Ce répit a permis aux agents économiques de respirer et de mieux évaluer les perspectives. Les craintes liées au *Brexit* sont ainsi passées d'un facteur de très court terme à un élément de moyen terme étant donné qu'un délai de deux ans est attendu entre le début des négociations formelles et leur dénouement.

Une année 2016 finalement plutôt bonne

Alors que le consensus a, au pire, tablé sur une croissance annuelle du PIB réel britannique de 1,6 % et que le FMI et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ont abaissé à 1,7 % leur prévision, le résultat pour l'ensemble de l'année dernière a plutôt été de 1,8 %. C'est donc mieux que les attentes, mais aussi plus faible que le 2,2 % de 2015 ou le 3,1 % de 2014. Il est intéressant de noter que la progression moyenne du PIB réel a été plus forte au second semestre qu'au premier. Cela surtout grâce à une forte croissance trimestrielle annualisée de 2,9 % au quatrième trimestre de l'année, la plus élevée depuis l'automne 2014 (graphique 7).

en 2016 par rapport à 2015, passant d'une forte croissance de 6,1 % à seulement 1,4 %.

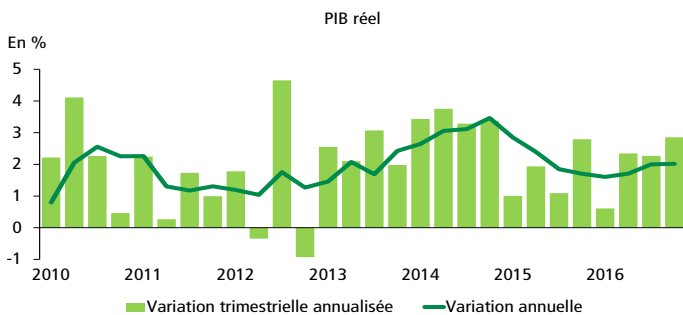
La bonne fin d'année et la résilience qu'a déjà offerte l'économie britannique ont amené une révision à la hausse des prévisions pour l'année en cours. Le consensus prévoit maintenant une hausse de 1,7 % du PIB réel du Royaume-Uni en 2017, comparativement à la prévision de seulement 0,6 % qui était faite l'été dernier.

Des signes de faiblesse

Si l'économie britannique se montre résiliente, elle n'est quand même pas imperméable à tout revers. On a déjà vu une certaine anémie de l'investissement. Le risque d'un ralentissement plus prononcé repose maintenant sur la santé de la consommation.

Des premiers signes de faiblesse se manifestent déjà de ce côté. On sent que la confiance des ménages n'a plus le même entrain depuis le rebond post-référendaire. Au cours des derniers mois, la progression des ventes au détail en termes réels a nettement ralenti, enregistrant trois baisses mensuelles consécutives entre novembre et janvier (graphique 9). Un rebond s'est manifesté en février, mais la tendance demeure inquiétante et, après deux mois, l'acquis de croissance pour le premier trimestre est de -4,2 %.

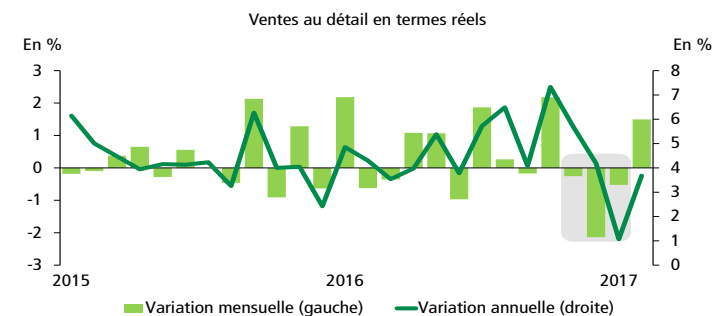
GRAPHIQUE 7
L'économie britannique se montre résiliente



Sources : Office for National Statistics et Desjardins, Études économiques

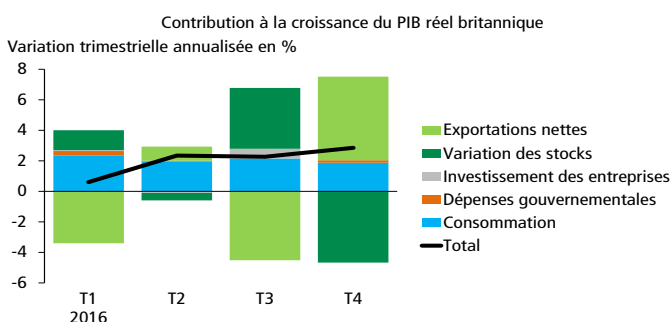
La progression du PIB réel tout au long de l'année dernière a été surtout redevable à une bonne contribution des dépenses de consommation (graphique 8). La variation annuelle des dépenses réelles des ménages a atteint 3,0 % en 2016, la plus forte hausse depuis 2004. Au cours du dernier trimestre de l'année, les exportations nettes ont aussi offert un apport considérable à la croissance; un effet de la baisse de la livre (y compris une poussée du tourisme) et d'une remontée généralisée du commerce mondial à la fin de l'année dernière. On remarque cependant que les investissements des entreprises ont faibli

GRAPHIQUE 9
Les ventes au détail ont diminué au tournant de l'année



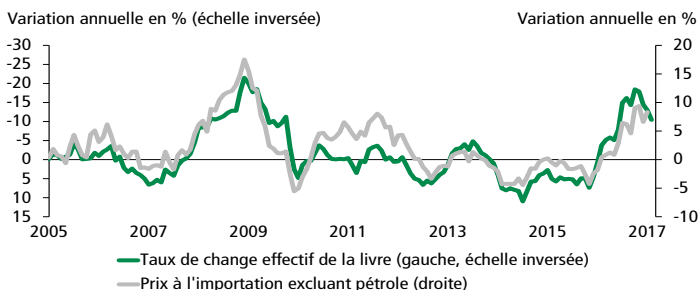
Sources : Office for National Statistics et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 8
C'est surtout la consommation qui a soutenu la croissance du PIB réel en 2016



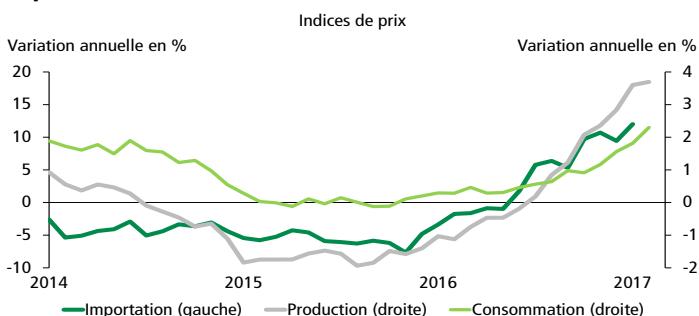
Sources : Office for National Statistics et Desjardins, Études économiques

Une des raisons de cette faiblesse est la hausse des prix qui se manifeste de plus en plus au Royaume-Uni. Comme dans la plupart des pays avancés, les prix à la consommation étaient au cours des dernières années et jusqu'en 2016 sur une pente descendante, flirtant avec la déflation. La chute des cours du pétrole n'était évidemment pas étrangère à cette situation qui a tout de même inquiété plusieurs banques centrales. Si les prix ont recommencé à augmenter à plusieurs endroits, la situation semble plus prononcée au Royaume-Uni. Ces nouvelles pressions inflationnistes se nourrissent surtout de la dépréciation de la livre qui affecte directement les prix des biens importés (graphique 10 à la page 4). Une situation semblable s'était manifestée au cours de la Grande Récession. À son tour, l'augmentation des prix des

GRAPHIQUE 10
La baisse de la livre fait monter les prix des importations


Sources : Banque d'Angleterre, Office for National Statistics et Desjardins, Études économiques

importations qui, en variation annuelle, ont dépassé les 10 %, commence à affecter les indices des prix à la production et à la consommation (graphique 11). On remarque maintenant la plus forte inflation en près de quatre ans.

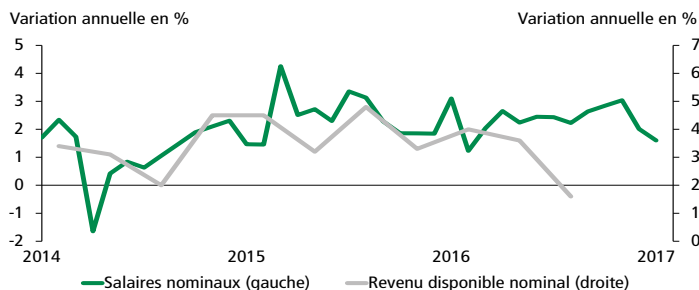
GRAPHIQUE 11
La hausse des prix à l'importation affecte maintenant les prix à la production et à la consommation


Sources : Office for National Statistics et Desjardins, Études économiques

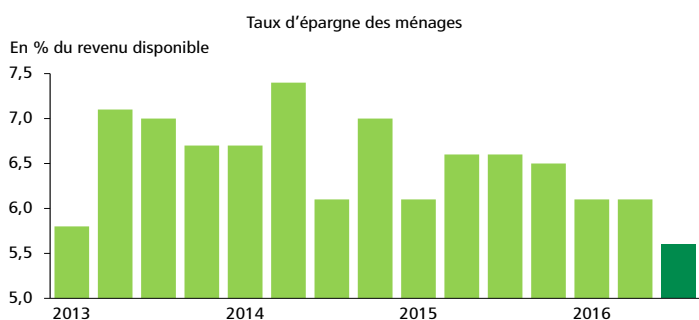
Cette reflation trouve cependant peu d'écho du côté des revenus des ménages. Malgré la bonne tenue du marché du travail britannique, les salaires se montrent plutôt stables depuis quelque temps (graphique 12). La montée des prix gruge donc de plus en plus le revenu disponible des consommateurs. Pendant un certain laps de temps, notamment si les ménages demeurent confiants, ils peuvent pallier cet effet par une épargne moins élevée. C'est notamment ce que l'on a pu observer récemment au Royaume-Uni (graphique 13). Cette faiblesse du taux d'épargne se manifeste aussi par une demande de crédit plus ferme et l'on remarque que le rythme de croissance des prêts à la consommation est présentement élevé au Royaume-Uni, rejoignant la cadence du début des années 2000 (graphique 14).

Menaces de délocalisation

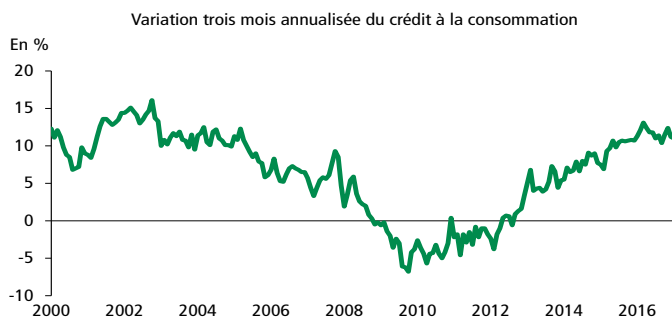
La faiblesse de l'investissement des entreprises a déjà été mentionnée. Toutefois, la menace que fait planer le *Brexit* sur les opérations européennes des entreprises installées

GRAPHIQUE 12
Les revenus des ménages ne montrent pas d'accélération


Sources : Office for National Statistics et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 13
Le taux d'épargne est déjà en baisse


Sources : Office for National Statistics et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 14
Le crédit à la consommation s'est accéléré


Sources : Banque d'Angleterre et Desjardins, Études économiques

au Royaume-Uni pourrait faire encore plus de dommages. Nous ne connaissons pas ce que sera la nouvelle entente commerciale entre le Royaume-Uni et l'UE. Le statut des travailleurs issus de pays européens installés au Royaume-Uni complique aussi la gestion des ressources humaines des entreprises. Les gens d'affaires se montreront peut-être patients et attendront d'en

savoir plus avant de conclure sur l'étendue de leurs opérations britanniques. Toutefois, d'autres se montrent déjà plus inquiets. La place de Londres comme capitale financière de l'Europe est particulièrement à risque, et plusieurs grandes institutions financières ont annoncé le transfert potentiel d'une partie de leurs opérations, notamment vers Francfort en Allemagne ou Dublin en Irlande. Au sein de la fabrication, des entreprises du secteur automobile ont aussi évoqué la possibilité du déplacement de leurs activités vers le continent.

L'avenir dépend des négociations

L'invocation le 29 mars 2017 de l'article 50 du traité sur l'UE par le gouvernement britannique est la notification officielle de la décision du Royaume-Uni de sortir de l'UE. C'est donc le point de départ des négociations qui devraient durer environ deux ans. C'est l'issue de ces négociations qui nous donnera une idée du coût économique réel du *Brexit*. On peut raisonnablement supposer que ces négociations seront difficiles, et ce, même si les parties se joignent à la table avec une bonne volonté. L'UE a déjà invoqué des réclamations financières : selon Jean-Claude Juncker, le président de la Commission européenne, la « facture de sortie » pour le Royaume-Uni sera d'au moins 60 G€.

Il est généralement prévu que les négociations entre l'UE et le Royaume-Uni se feront en deux temps avec, en conclusion, deux accords distincts. Le premier portera sur le retrait du Royaume-Uni. Il devrait inclure, entre autres, la question des réclamations financières, les détails concernant l'arrêt de la participation britannique aux institutions communes ainsi que des réponses au sort des 3 millions d'Européens installés au Royaume-Uni et des 2,5 millions de Britanniques installés dans les pays de l'UE. Le deuxième accord devrait porter spécifiquement sur les liens commerciaux qui uniront les deux parties à la suite du divorce. L'étendue de ces liens est un facteur primordial pour jauger les effets économiques éventuels du *Brexit*. Il y a un monde entre un accès presque complet au marché commun européen, un accord de libre-échange plus restreint ou un accès limité chapeauté par les règles en place de l'Organisation mondiale du Commerce. Ainsi, si l'incertitude s'est grandement apaisée depuis la décision référendaire, elle pourrait revenir hanter les marchés et l'économie s'il devient clair que les négociations achoppent et qu'un *Brexit* « à la dure » devient le scénario de base.

La question écossaise

Le gouvernement britannique devra aussi jongler avec la question écossaise. Lors du référendum du 23 juin 2016, la majorité des Écossais ont opté pour conserver le Royaume-Uni au sein de l'UE. Il faut d'ailleurs se rappeler que lors du référendum sur l'indépendance écossaise de septembre 2014, l'appartenance à l'UE était l'un des principaux arguments du camp favorable à continuer de demeurer au Royaume-Uni. Le vote gagné par le « non » devait être une décision finale, mais le *Brexit* a changé la donne. Les nationalistes écossais dirigés par la première ministre Nicola Sturgeon demandent donc un nouveau référendum sur

l'indépendance écossaise qui aurait lieu à l'automne 2018 ou au printemps 2019.

Prudence et réalisme

La question du *Brexit* et ses impacts politiques, économiques et financiers sont loin d'être réglés. Les mois suivant la décision de juin 2016 ont cependant montré que les prévisions économiques de court terme liées à ce type d'événements politiques sont loin d'être une conclusion garantie et que de nombreuses inconnues demeurent dans l'équation. Du même souffle, les réactions rapides des marchés financiers ne sont pas non plus un reflet parfait de l'évolution des principales variables financières dans les semaines et les mois qui suivent. On remarque aussi que les marchés, l'économie et les institutions jouent relativement bien leur rôle de tampon. La baisse de la livre, alimentée par les inquiétudes et par les perspectives de taux d'intérêt plus bas, a été un des principaux facteurs qui a permis à la croissance économique britannique de se maintenir.

Cela dit, si les anticipations de très court terme se sont avérées trop sombres, celles de moyen et long terme continuent de suggérer des difficultés potentielles. Les risques se sont simplement déplacés dans le temps. Il y a encore des nuages sombres qui planent au-dessus de la conjoncture britannique et, en ce début du processus de négociation, il est trop tôt pour voir s'ils se dissiperont ou non.

Francis Généreux, économiste principal