

Premières impressions : Perspectives sur le « Brexit »

Au 27 juin 2016



Le présent document a été rédigé par des membres dirigeants des équipes de gestion de portefeuille de BMO Gestion mondiale d'actifs (EMOA), pour donner un premier aperçu sur le vote du Royaume-Uni en faveur de la sortie de l'Union européenne (UE) ainsi que les premières réactions au résultat du référendum.

Nous commençons par un résumé des gros titres et une revue factuelle de la réaction initiale des marchés face au résultat-surprise. Nous donnons ensuite notre opinion sur les conséquences macroéconomiques immédiates du résultat du référendum avant de fournir une analyse détaillée des principaux marchés de la région EMOA où nous gérons des actifs pour des clients et d'étudier l'incidence sur portefeuille et son positionnement dans le futur. Nous reconnaissons qu'à cause du résultat au référendum britannique les marchés entrent maintenant dans une période d'incertitude. En conséquence, si vous souhaitez discuter d'un sujet traité dans ce document, n'hésitez pas à communiquer avec votre représentant habituel.

Nos commentaires sur les gros titres :

Court terme

- Nous prévoyons de l'incertitude sur tous les fronts et nous savons que les marchés détestent l'incertitude, alors il est parfaitement normal de s'attendre à ce que les marchés prennent plusieurs jours avant de se stabiliser.
- La démission du premier ministre David Cameron ralentira les négociations sur la sortie du Royaume-Uni, ce qui plonge encore plus les marchés boursiers et le Royaume-Uni dans le brouillard.
- Il est raisonnable de s'attendre à ce que les investissements vers le Royaume-Uni soient gelés jusqu'à

la confirmation de la nature des relations commerciales entre le pays et l'Union européenne.

- La croissance du produit intérieur brut (PIB) devrait ralentir et l'inflation augmenter à mesure de la livre sterling continue sa chute, ce qui signifie que les exportations britanniques continueront à connaître de beaux jours.
- Il est peu probable que les États-Unis augmenteront les taux d'intérêt pour le moment.

Moyen terme

- À partir de maintenant, les perspectives pour l'ensemble de l'UE seront au cœur des préoccupations mondiales. D'autres pays membres entameront probablement des discussions visant une sortie de l'UE, mais rien ne sera clair pendant des mois, voire des années.
- La menace d'une rupture progressive des 27 pays restants de l'UE créera un climat de tension géopolitique exacerbée dans toute la région (même si l'Écosse souhaite rester).
- Il se peut que les sociétés de fabrication étrangères installées au Royaume-Uni transfèrent leur production vers le continent européen et si des tarifs douaniers sont fixés, cela pourrait entraîner la perte d'emplois au Royaume-Uni et ralentir encore plus la croissance du PIB.

Long terme

- Le vote en faveur du Brexit bouscule le statu quo admis. À présent, ce dont a besoin le Royaume-Uni, en particulier, c'est de se relever et de s'appuyer sur un gouvernement visionnaire capable d'établir de nouvelles relations en Europe et dans le monde entier.
- Il est probable que le Royaume-Uni perde ses privilèges politiques mondiaux (au sein du Conseil de sécurité des Nations Unies, par exemple) et son pouvoir d'influence pourrait être considérablement réduit.

• Le statut de la livre sterling comme monnaie de réserve mondiale pourrait être remis en question à un moment donné (dans les 10 prochaines années); la baisse de la

parité du pouvoir d'achat (PPA) et la chute de la part du Royaume-Uni dans le PIB mondial pourraient s'accélérer, mais le futur de l'Europe est bien plus incertain.

Aperçu des conséquences macroéconomiques

Les implications du Brexit ont fait l'objet de nombreuses discussions, mais malgré toutes les analyses de scénarios avant l'événement, les résultats réels ont été reçus comme un choc. En effet, selon les sondages réalisés avant l'événement, une grande majorité de la population pensait que le vote serait en faveur d'un maintien dans l'UE. Il est rare que des événements aussi bien suivis soient aussi mal évalués et le résultat du référendum britannique modifiera certainement la façon dont les investisseurs appréhendent le risque politique à l'avenir.

Dans ce contexte, avant le référendum, nous considérons les événements au Royaume-Uni comme la « fin du commencement » d'un bouleversement politique. M. Trump, Mme Le Pen, M. Sanders, le parti Podemos et même M. Corbyn représentent un mouvement grandissant de protestation contre l'« establishment ». Les électeurs démotivés qui n'ont pas profité de la mondialisation sont attirés par les solutions simplistes données à des problèmes complexes. Les politiques économiques plus nationalistes et le protectionnisme sont clairement des tendances montantes. Le fait est que les tendances sous-jacentes sur lesquelles ces politiciens s'appuient ne feront que persister et s'intensifier. Ainsi, même si M. Trump, par exemple, ne gagnera probablement pas cette fois-ci, les politiques traditionnelles continueront à perdre du terrain avec des conséquences imprévisibles.

“ ”

Il est raisonnable de s'attendre à une faible récession au Royaume-Uni en raison de l'arrêt progressif des investissements, à un accroissement de l'incertitude des entreprises et des consommateurs et à une montée de l'instabilité financière. Les politiques monétaires mises en place devraient être relativement inefficaces, mais nous pouvons raisonnablement nous attendre à des réductions des taux de base britanniques et à un recours accru aux mesures d'assouplissement quantitatif.

“ ”

Les conséquences économiques à moyen terme du Brexit devraient peser lourdement sur l'économie du Royaume-Uni. La croissance britannique était déjà en perte de vitesse bien avant que l'« effet du référendum » ne se fasse sentir et l'inflation du prix des maisons avait fortement reculé.

Pour les investisseurs, cela signifie que les risques politiques continueront de s'intensifier. Les marchés ne savent tout simplement pas comment évaluer ces problèmes et, comme on pouvait s'y attendre, ils n'arrivent pas à interpréter les implications. Ceci laisse présager plus de nervosité et une prime de risque généralement supérieure dans les zones touchées.

Dans une perspective politique moins large, selon nous, les conséquences du scénario de référence du Brexit devraient être les plus graves en Europe et au Royaume-Uni, comme les marchés l'indiquent déjà. Il est raisonnable de s'attendre à une faible récession au Royaume-Uni en raison de l'arrêt progressif des investissements, à un accroissement de l'incertitude des entreprises et des consommateurs et à une montée de l'instabilité financière. Les politiques monétaires mises en place devraient être relativement inefficaces, mais nous pouvons raisonnablement nous attendre à des réductions des taux de base britanniques et à un recours accru aux mesures d'assouplissement quantitatif. L'attrait relatif des actions britanniques à forte capitalisation devrait augmenter si, comme le consensus l'indique, la livre sterling continue de reculer.

Pour l'Europe, le Brexit aura une incidence économique directe, mais, plus important encore, cet événement multipliera les défis auxquels les politiciens devront faire face et pourrait donner un coup de pouce aux divers mouvements populistes en Europe tout en augmentant les risques de crises futures. Il est intéressant de constater

que, pendant la semaine du Brexit, les actions britanniques ont légèrement augmenté, celles de l'Allemagne sont restées stables, mais ce sont celles des pays périphériques qui ont vraiment souffert. Ces tendances, sur une base relative, devraient persister. L'Italie et la France semblent vulnérables, mais maintenant les actions européennes, dans l'ensemble, ont une marge d'évaluation raisonnable.

“ ”

Les actions européennes, sans le Royaume-Uni, sont attrayantes par rapport aux actions américaines en termes de valorisation. En effet, aux États-Unis, le taux de chômage relativement faible et les salaires en augmentation rétrécissent les marges, réduisant les perspectives de croissance des bénéfiques et laissant présager de faibles rendements pour les actions américaines.

Même avant le Brexit, les marchés des obligations d'État se comportaient comme si la situation mondiale se dégradait. Selon nous, le Brexit ne devrait pas faire basculer les États-Unis et d'autres économies dans une récession, mais nous ne pouvons pas ignorer les signaux qui continuent de suggérer une croissance économique de plus en plus dysfonctionnelle et des tendances inflationnistes. Des mesures politiques plus créatives devront certainement être mises en place, peut-être avant la fin de 2016.

Les conséquences économiques à moyen terme du Brexit devraient peser lourdement sur l'économie du Royaume-Uni. La croissance britannique était déjà en perte de vitesse bien avant que l'« effet du référendum » ne se fasse sentir et l'inflation du prix des maisons avait fortement reculé. L'investissement étranger est un domaine d'inquiétude, en particulier en raison de la prédominance des flux provenant des sociétés de services financiers non européennes qui considèrent l'appartenance de la Grande-Bretagne à l'UE comme un attrait essentiel. Selon toutes probabilités, elles transféreront une partie de ces investissements du Royaume-Uni à l'Europe. Le Parti national écossais (SNP) a déjà commencé à militer pour un deuxième référendum sur l'indépendance de l'Écosse. Les dirigeants européens

devraient adopter une position dure lors des négociations sur la sortie du Royaume-Uni et il sera intéressant d'observer le déroulement des grands événements politiques à venir, notamment les élections espagnoles (qui accroissent encore l'incertitude étant donné qu'aucun parti ne détient une majorité claire), la rencontre du Conseil européen et le référendum italien sur les réformes du sénat. Les enjeux sont majeurs et l'ensemble du « projet européen » est menacé.

Opinions sur le marché

Dans ce contexte macroéconomique, nous prévoyons que la Banque d'Angleterre réduira le coût des emprunts et les mesures de relance budgétaire seront probablement un enjeu des prochaines élections générales au Royaume-Uni.

Nous sommes d'avis que l'incidence sur l'économie européenne sera limitée; tout compte fait, les ramifications politiques du vote en faveur de la sortie du Royaume-Uni sont probablement plus importantes que ses effets économiques. En termes de pourcentage de leur PIB, l'Espagne, l'Allemagne, l'Italie et la France ont des échanges commerciaux relativement faibles avec le Royaume-Uni. La Banque centrale européenne (BCE) devrait rester proactive tout en essayant de ne pas perdre les gains déjà enregistrés par son programme de relance et elle devrait maintenir ses mesures d'assouplissement. Les actions européennes, sans le Royaume-Uni, sont attrayantes par rapport aux actions américaines en termes de valorisation. En effet, aux États-Unis, le taux de chômage relativement faible et les salaires en augmentation rétrécissent les marges, réduisant les perspectives de croissance des bénéfiques et laissant présager de faibles rendements pour les actions américaines. Les perspectives des actions européennes, hors Royaume-Uni, sont plus favorables. Les conditions du crédit en Europe se sont fortement améliorées, les taux d'intérêt sur les nouveaux prêts commerciaux étant en forte baisse et la demande de crédit en hausse. Les prévisions de croissance économique en Europe se maintiennent (par rapport aux révisions à la baisse aux États-Unis) et le taux de chômage relativement élevé offre des possibilités de bénéfices européens qui permettraient de regagner une partie de terrain considérable perdu par rapport aux États-Unis.

Il est probable que le marché ait exagérément réagi

au Brexit en surestimant le resserrement de la Réserve fédérale. Le Brexit et les faibles données sur l'emploi aux États-Unis pour le mois de mai ont poussé le marché à fortement diminuer ses attentes quant à la vitesse du resserrement de la Réserve fédérale (Fed). Cependant, les salaires et l'inflation des prix aux États-Unis se redressent légèrement, en raison du faible taux de chômage. Si, comme nous le suspectons, l'incidence du Brexit sur les États-Unis est limitée, nous pensons que la Fed augmentera ses taux deux fois cette année, entraînant ainsi une hausse des rendements des obligations américaines et un renforcement du dollar.



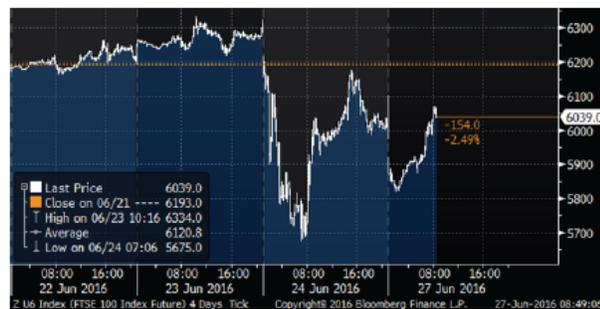
Il est probable que le marché ait exagérément réagi au Brexit en surestimant le resserrement de la Réserve fédérale.

Ce qui est arrivé – réflexions sur la réaction immédiate du marché au Brexit.

Selon nos premières observations de l'activité au début de la journée de vendredi (2 h du matin), les négociations sur les marchés ont été ordonnées dans toutes les catégories d'actifs. Rien ne suggérait une capitulation. Les décideurs de prix ont fait leur travail, les fournisseurs de liquidité n'avaient pas complètement fermé leurs livres et les coupe-circuit et ventes aux enchères intrajournalières ont correctement fonctionné.

Les contrats à terme sur indices boursiers ont atteint un plancher juste après 7 h du matin (BST) ce qui a coïncidé avec l'ouverture des marchés des contrats à terme européens. À ce moment, les contrats à terme sur le FTSE 100 avaient perdu environ 9 % (voir le graphique 1), les mini-contracts à terme sur l'indice S&P avaient perdu 5 % et l'Eurostoxx a commencé la séance en baisse de 12 %. Dans l'heure suivante, les marchés ont fait du surplace en attendant l'ouverture des marchés boursiers britanniques et européens à 8 h. Cette ouverture s'est révélée épique, les titres financiers essayant le plus fort de l'attaque, comme Barclays en recul de 29 %, RBS en chute de 34 % et Deutsche Bank en baisse de 17 %, pour n'en nommer que quelques-uns. Dès lors, nous avons observé une forte reprise de +4 % du FTSE 100, lorsque le marché a digéré le discours de M. Cameron et les commentaires de la Banque d'Angleterre. Ce niveau a été maintenu et, au plus haut de la journée, dépassait largement la barre des 6 000. Il est également intéressant de mentionner les volumes : l'indice Eurostoxx s'est négocié à 373 % par rapport au volume moyen des 20 jours alors que l'indice britannique se négociait à 230 % par rapport au volume moyen à 20 jours.

Graphique 1

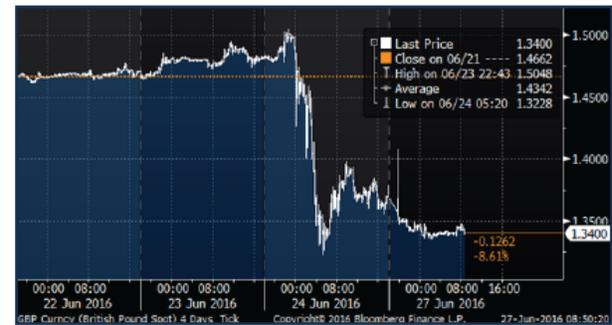


Source : Bloomberg

Marché du change

Les marchés de change ont réagi pendant les premières heures de vendredi, quand les résultats ont commencé à arriver. La livre sterling a dégringolé de son niveau initial de 1,5048 à un plancher de 1,3228, en baisse de 12 % (voir le graphique 2). Pendant la matinée de vendredi et après l'annonce de la démission de M. Cameron, la livre sterling a regagné environ un tiers de ces pertes. Le yen a continué d'être une valeur refuge et le franc suisse a fait l'objet de nombreuses positions défensives, la Banque nationale suisse (BNS) confirmant qu'elle était intervenue pour réduire les pressions à la hausse. Les autres principales banques centrales ont également pris des mesures de soutien. En début de matinée, les liquidités étaient très rares.

Graphique 2



Source : Bloomberg

Marchés obligataires

Les contrats à terme sur obligations d'État américaines ont été projetés à la hausse pendant la séance de bourse jusqu'à l'ouverture des séances en Europe, lesquelles ont été les premières à subir les mouvements à grande échelle, lorsqu'il est devenu clair que le camp en faveur de la sortie du Royaume-Uni allait l'emporter. Les rendements des obligations d'État américaines à 10 ans se sont contractés d'environ 30 à 35 points de base (pb) (à 1,404 %) à l'ouverture européenne à 7 h, avant de revenir à parité lorsque le marché a commencé à digérer l'annonce de la démission de M. Cameron et les commentaires de la Banque d'Angleterre.

Les marchés obligataires allemands ont été les suivants à ouvrir à 7 h. Les volumes d'achats ont été élevés, comme prévu, les rendements des obligations à 10 ans enregistrant un plancher d'environ -0,17 %, en baisse d'environ 25 pb. Les contrats à terme sur obligations allemandes se sont redressés d'environ 5 %, enregistrant un sommet de 168,86, avant que le marché ne commence à dégringoler au fil de la matinée et que les actions ne commencent à se redresser (voir le graphique 3). En revanche, l'aversion pour le risque a été très forte, les contrats à terme sur obligations d'État du gouvernement italien (BTP) se sont négociés à la baisse et la volatilité présente à l'ouverture a persisté toute la matinée. Il est intéressant de noter que la séance des contrats à terme BTP s'est ouverte 5 à 10 minutes plus tard en raison des interruptions coupe-circuit.

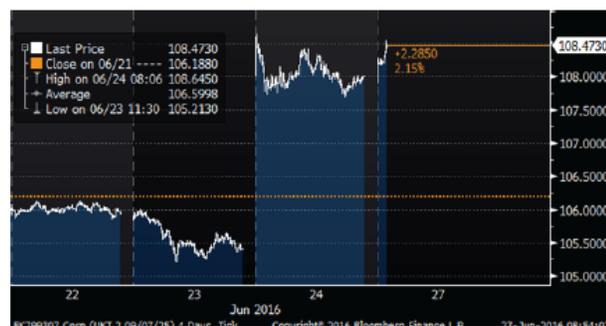
Graphique 3



Source : Bloomberg

Obligations d'État britanniques, 8 h : autre ouverture volatile, les rendements des obligations à 10 ans se redressant d'environ 35 pb pour tomber à un plancher de 1,013 % (voir le graphique 4). Encore une fois, les volumes de négociation des contrats à terme ont été élevés pendant les 30 premières minutes de volatilité, atteignant un sommet de 127,44 avant de retomber et de s'établir dans la fourchette de 126,40/127,00 après les déclarations de MM. Cameron et Carney. Étant donné l'ampleur de ces mouvements, le marché est apparu comme étrangement ordonné.

Graphique 4



Source : Bloomberg

Les écarts de taux étaient très importants à l'ouverture. Au fil de la journée, le resserrement a été relativement ordonné (voir le graphique 5). Les obligations sur le marché comptant ont été une cible mobile. Les instruments financiers additionnels de catégorie 1 (AT1) ont perdu de 4 à 10 % en fonction de l'entreprise. Côté acheteur, cependant, les liquidités étaient très réduites et les prix ont regagné une partie du terrain perdu, car la baisse de ces derniers a attiré de meilleurs acheteurs. Nous avons fini la journée de vendredi en baisse par rapport à la veille, mais en hausse par rapport à la semaine précédente.

Graphique 5



Source : Bloomberg

En raison de l'incertitude générale engendrée par les résultats du Brexit, les écarts de négociation sont restés plus importants après le vote et, en conséquence, les coûts de négociation ont augmenté. Nous prévoyons un rétrécissement de ces écarts, qui a déjà commencé à se produire; cependant, à court terme, il se peut que nous n'atteignons pas les niveaux d'avant le Brexit. La liquidité a été partiellement réduite et les volumes négociables ont baissé, mais nous nous attendons à ce que cela change une fois que les conséquences du vote seront plus claires.

“

En raison de l'incertitude générale engendrée par les résultats du Brexit, les écarts de négociation sont restés plus importants après le vote et, en conséquence, les coûts de négociation ont augmenté.

Les points de vue exprimés par les cadres supérieurs des équipes de gestion de placements de BMO Gestion mondiale d'actifs représentent leur évaluation des marchés au moment de la publication. Ils pourraient être modifiés sans préavis selon l'évolution des marchés. Le présent document est fourni à titre informatif seulement et les placements doivent être évalués en fonction des objectifs de chaque investisseur. Les renseignements qu'on y trouve ne doivent pas être considérés comme des conseils en placement ou en fiscalité. Les énoncés et les statistiques aux présentes proviennent d'une source jugée fiable, mais pourraient ne pas être exacts ou exhaustifs. Tout énoncé qui repose nécessairement sur des événements futurs peut être une déclaration prospective. Les déclarations prospectives ne sont pas des garanties de rendement. Elles comportent des risques, des éléments d'incertitude et des hypothèses. Bien que ces déclarations soient fondées sur des hypothèses jugées raisonnables, rien ne garantit que les résultats réels ne seront pas sensiblement différents des résultats attendus. L'investisseur est prié de ne pas se fier indûment aux déclarations prospectives. Concernant les déclarations prospectives, l'investisseur doit examiner attentivement les éléments de risque décrits dans la version la plus récente du prospectus simplifié.

MC/MD Marque de commerce/marque de commerce déposée de la Banque de Montréal, utilisée sous licence.

BMO Gestion mondiale d'actifs est une marque de commerce qui englobe BMO Gestion d'actifs inc., BMO Investissements Inc., BMO Asset Management Corp. et des sociétés de gestion de placements spécialisés de BMO.