

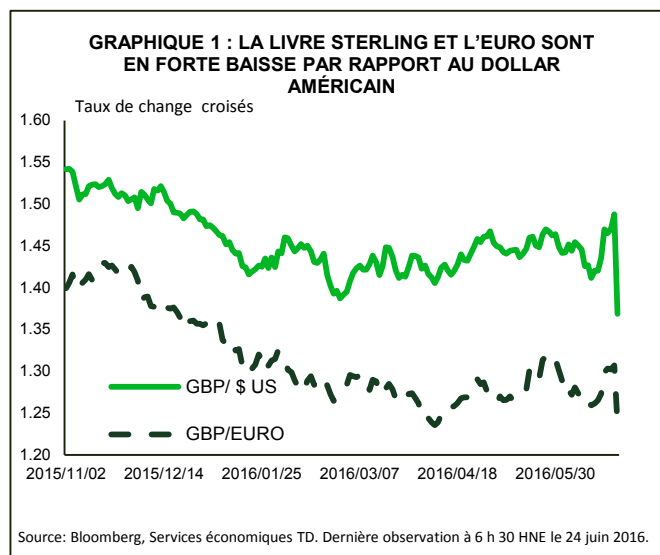


24 juin 2016

ET MAINTENANT, LA DONNE CHANGE COMPLÈTEMENT: LE ROYAUME-UNI CHOISIT DE QUITTER L'UNION EUROPÉENNE

Faits saillants des résultats du référendum sur l'UE :

- Le R.-U. a voté à 51,9 % en faveur d'une sortie de l'UE, le taux de participation a été de 72,2 %.
- L'Écosse et l'Irlande du Nord ont voté fortement pour rester dans l'UE (62 % et 55,8 %, respectivement). L'Angleterre et le pays de Galles ont voté en faveur d'une sortie par une marge relativement faible. Le taux de participation dans ces quatre nations a été le plus fort en Angleterre à 73 %, suivi du pays de Galles à 71,7 %; il a été inférieur à 70 % en Écosse et en Irlande du Nord, soit moins que le taux de participation de 84,6 % au référendum sur l'indépendance de l'Écosse en 2014.
- À un certain moment, la livre sterling reculait de plus de 10 % face au dollar américain par rapport à son niveau de clôture de la veille, mais elle s'est redressée et se maintient à environ 1,38 \$ US (-8,5 %).
- Les risques concernant les perspectives économiques mondiales sont nettement à la baisse. Vu que l'économie britannique représente seulement 2,4 % du PIB réel mondial, l'intensification de la volatilité des marchés et la détérioration de la confiance des entreprises dans une économie mondiale dont l'assise est fragile constituent les principales courroies de transmission.
- Il ne fait aucun doute que la croissance de l'économie britannique sera révisée à la baisse : certains prévoient une entrée en récession et d'autres, comme nous, anticipons que la croissance sera réduite de moitié environ.
- Les liens commerciaux des États-Unis et du Canada avec le Royaume-Uni sont limités (5 % et 3 %, respectivement). Cela ne constitue pas le principal facteur de préoccupation. Selon un modèle de simulation simple, les répercussions financières et la perte de confiance pourraient retrancher au moins 0,5 point de pourcentage aux prévisions de PIB réel au second semestre de cette année. Il est encore tôt. La réaction des banques centrales et des gouvernements pour calmer les inquiétudes des marchés est d'une importance cruciale à ce stade-ci pour les prévisions économiques.



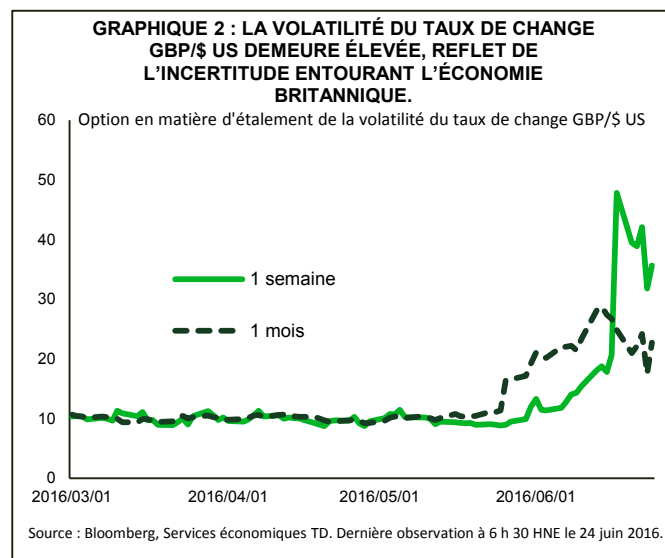
Hier, les électeurs britanniques ont refusé de rester dans l'UE. Comme ce résultat est sans précédent, il existe un niveau d'incertitude extraordinaire pour la suite des choses. Quoi qu'il en soit, nous vous présentons ci-après notre estimation des conséquences des résultats de ce vote sur les perspectives du Royaume-Uni et de l'économie mondiale.

Il est certain que le R.-U. se donnera un nouveau premier ministre qui aura la responsabilité de donner suite aux résultats du référendum en présentant une demande officielle de sortie de l'UE.

- On prévoit un remaniement parlementaire, parce que David Cameron, premier ministre et chef de la campagne Rester, cédera sa place comme chef du Parti conservateur et sera remplacé par un dirigeant de la campagne Partir durant les prochains mois, avant la conférence du Parti conservateur prévue au début d'octobre. De plus, comme il n'existe aucune obligation légale de reconnaître les résultats du référendum britannique, le Royaume-Uni continuera légalement de faire partie de l'UE tant que son gouvernement n'aura pas demandé que le pays quitte l'UE, conformément à l'article 50(2) du Traité de Lisbonne. Le calendrier de ce processus est incertain, mais l'approbation possible par le parlement et la signification de l'avis de retrait à l'UE devraient se produire sous la gouverne d'un nouveau premier ministre. Il n'est pas encore clair à quel moment le Royaume-Uni cessera d'être un membre de l'UE, mais l'article 50(3) du Traité de Lisbonne prévoit un délai maximal de deux ans après l'avis pour qu'un pays se retire officiellement de tous les traités conclus par l'UE.

La volatilité des marchés financiers a augmenté, mais le calme reviendra.

- Les marchés financiers mondiaux ont réagi rapidement et violemment avant de se calmer, quand les cours des actifs ont intégré les résultats du vote.
 - Après une brève dégringolade de plus de 10 % durant le dépouillement des votes, le taux de change de la livre sterling par rapport au dollar américain s'est ensuite stabilisé à environ 1,38 \$ US, soit 8,5 % de moins qu'à la clôture des marchés hier à Londres. Une baisse additionnelle de 10 % par rapport au niveau actuel est possible, ce qui représenterait un repli d'environ 17 % comparativement à la fin de novembre 2015. Les actifs à risque ont aussi subi un



décrochage sous le coup des émotions, les marchés britanniques essuyant des pertes considérables (-5,1 %), mais les indices Nikkei et Dax ont cédé 7,9 % et 6,9 %, respectivement. Par ailleurs, les investisseurs se sont précipités sur les obligations refuges, puisque les obligations allemandes ont perdu 16 pnb à -0,07 % et les obligations du Trésor américain à 10 ans ont fondu de presque 30 pnb à environ 1,5 % sous l'effet de l'intensification de l'incertitude à l'échelle mondiale, ce qui laisse présager le maintien probable de taux d'intérêt bas plus longtemps dans les pays développés. Les obligations des pays européens périphériques et des marchés émergents ont fortement décroché, ce qui confirme la ruée des investisseurs vers les valeurs sûres à l'échelle mondiale. Dans l'ensemble, l'ampleur des fluctuations des marchés financiers devrait être semblable à celle observée plus tôt cette année quand les craintes d'une récession mondiale ont plombé les marchés.

- L'aversion à l'égard du risque plombe aussi les prix des produits de base, faisant baisser de 3,6 % le prix du pétrole brut WTI à 47,60 \$ US le baril, ce qui accroît la pression à la baisse du dollar canadien. Compte tenu de la forte volatilité des taux de change, le huard est très vulnérable à un nouveau recul, surtout qu'il est très dépendant des influences extérieures et que par le passé, ses fluctuations ont été en forte corrélation avec les révisions à la baisse des prévisions des prix du pétrole.
- Nous prévoyons le retour à une certaine stabilité des marchés financiers dans les jours à venir et au début de

Tableau 1 – Prévisions de l'incidence d'un vote Sortir sur les éléments suivants :		
Production du R.-U. (PIB)		
	Incidence à court terme sur le niveau du PIB	Incidence à long terme sur le niveau du PIB
NIESR (2016)	-2.30%	de -1,8 % à -7,8 %
HM Treasury (2016)*	de -3,6 % à -6,0 %	de -3,4 % à -9,5 % (15 ans)
OCDE (2016)	-3.30%	de -2,7 % à -7,7 % (2030)
FMI (2016)**	de -1,5 % à -5,6 %	de -1,5 % à -4,5 % (2021)
Services économiques TD (2016)	-2.40%	-5,4 % (15 ans)

Source : Services économiques TD. * Les prévisions à court terme supposent qu'il n'y a aucun changement dans la politique monétaire actuelle. ** Les prévisions reflètent un scénario d'incertitude limitée (accord commercial avec l'UE au sein de l'EEE) et un scénario négatif (relation commerciale avec l'UE dans le cadre de l'OMC).

la semaine prochaine, particulièrement à mesure que les investisseurs commencent à saisir les occasions d'achat, mais la volatilité des marchés devrait durer longtemps.

- De plus, le resserrement prévu des conditions financières mondiales, d'une ampleur semblable à celle observée plus tôt cette année, devrait forcer les décideurs à réagir rapidement pour tenter de calmer les marchés financiers. Les chefs du G7 publieront une déclaration commune plus tard ce matin et les dirigeants des six pays fondateurs de l'UE se rencontreront demain. Nous prévoyons que les mesures qui seront annoncées incluront probablement le prolongement des accords de swap de devises des banques centrales afin d'augmenter la liquidité des devises, ainsi que d'autres mesures visant à améliorer la liquidité à court terme au niveau mondial. Dans la perspective du Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a annoncé qu'elle augmentait ses provisions de liquidités et qu'elle réduira probablement son taux directeur de 50 points de base lors de sa réunion du 4 août. Plus tard cette année, elle pourrait adopter de nouvelles mesures d'assouplissement, comme un programme d'achat d'actifs, si les perspectives de croissance et d'inflation continuent de s'assombrir au Royaume-Uni.

Cela change les perspectives pour le Royaume-Uni et l'économie mondiale.

- Nul doute que cela aura des conséquences négatives pour l'économie britannique. Même s'il est encore

très tôt, dans l'hypothèse où l'incertitude persisterait et culminerait en entraînant une baisse des dépenses des entreprises et des consommateurs durant la période de négociation de deux ans, cela pourrait réduire de moitié nos prévisions actuelles du taux de croissance réel du PIB pour chaque année (prévisions antérieures de 1,9 % pour 2016 et 2,2 % pour 2017), et retrancher environ 2,4 % au PIB durant la période prévisionnelle. De plus, la diminution de l'apport de main-d'œuvre et des investissements des entreprises pourrait réduire fortement le taux de croissance à long terme du Royaume-Uni. Dans l'ensemble, nos prévisions de l'incidence d'un vote en faveur de la sortie de l'UE sur le niveau du PIB sont semblables à celles faites par d'autres (tableau 1). Cependant, nous attendons de voir les réactions politiques et des banques centrales susceptibles d'atténuer ces révisions à la baisse des prévisions.

- À l'étranger, le vote en faveur d'une sortie de l'UE affaiblira la croissance déjà morose au second semestre de cette année dans plusieurs pays, de sorte que la croissance mondiale l'année prochaine sera plus proche de 3,1 % que du taux prévu de 3,4 %.

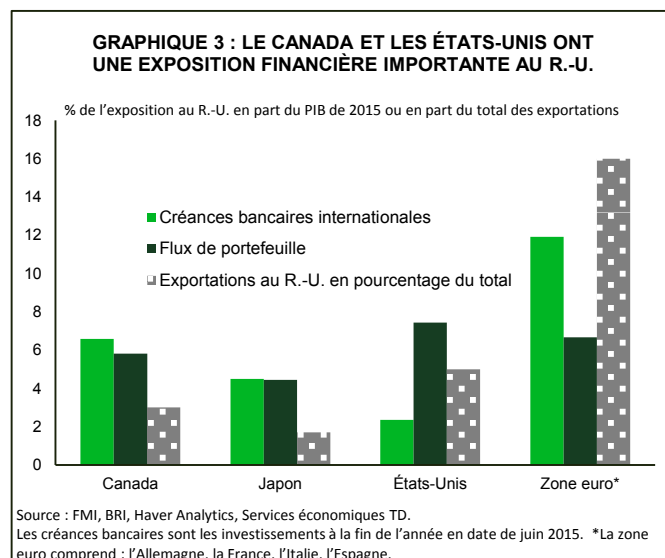
L'Europe ressentira le plus durement les répercussions.

- La zone euro pâtira le plus du ralentissement de la croissance au Royaume-Uni, parce qu'environ 16 % du total de ses exportations prennent le chemin du Royaume-Uni.

- Comme c'est un événement sans précédent pour le Royaume-Uni et l'Union européenne, il y aura probablement des effets compensatoires. Des informations publiées avant le référendum confirment que même si l'UE sera le plus durement frappée en raison des circuits commerciaux, les sociétés industrielles britanniques pourraient chercher à déménager ou étendre leurs activités à l'intérieur de l'UE le plus rapidement possible, ce qui stimulerait les investissements dans l'UE. De même, des sociétés européennes qui ont des liens étroits avec le Royaume-Uni pourraient déménager ou étendre leurs activités au Royaume-Uni, ce qui contrebalancerait le recul des investissements attribuable à l'accroissement de l'incertitude. Il est néanmoins probable que l'augmentation de l'incertitude des entreprises retardera les opérations de fusion et acquisition entre les sociétés britanniques et celles de l'UE.

L'économie du Canada et des États-Unis n'est pas à l'abri.

- À l'extérieur de l'Europe, les répercussions directes sur le commerce sont relativement minimales : Le Royaume-Uni absorbe environ 3 % seulement des exportations annuelles du Canada et approximativement 5 % de celles des États-Unis.
 - Les régions du Canada qui ressentiront vraisemblablement le plus les effets de la réduction de la demande britannique sont Terre-Neuve-et-Labrador, qui exporte environ 8 % de sa production annuelle totale au Royaume-Uni et l'Ontario, qui y exporte environ 6 % de sa production annuelle.
 - Aux États-Unis, les états de New York, Californie, Texas, Utah, Caroline du Sud et Washington écoulent plus de 5 % de leurs exportations annuelles au Royaume-Uni.
- Même si les répercussions commerciales directes sont restreintes, les conséquences financières et découlant de la baisse de confiance pourraient avoir des effets plus néfastes sur l'économie du Canada et des États-Unis en raison de l'amenuisement de la richesse boursière et de l'accroissement de l'incertitude au sujet de l'économie mondiale.
 - De plus, le Royaume-Uni est une destination populaire pour les investissements des sociétés canadiennes et américaines, car environ 9 % du total des



investissements directs du Canada à l'étranger, et 11 % de celui des États-Unis, sont destinés au Royaume-Uni chaque année.

- Le Royaume-Uni est aussi une destination prisée au Canada et aux États-Unis pour les placements de portefeuille, puisqu'environ 7 % du total des placements de portefeuille du Canada à l'étranger, et 14 % de celui des États-Unis, sont faits au Royaume-Uni chaque année.
- D'après nos simulations modélisées, nous estimons que les répercussions financières et la baisse de confiance découlant du vote en faveur de la sortie de l'UE pourraient retrancher de 0,5 à 1,0 point de pourcentage environ au taux de croissance du PIB des États-Unis et du Canada au second semestre de 2016, en raison surtout de la baisse prévue de la croissance des investissements des entreprises par suite d'une augmentation de l'incertitude concernant l'économie mondiale.
 - L'incidence négative sur la croissance du PIB réel au Canada s'aggraverait si les événements d'aujourd'hui laissent présager une période prolongée de baisse de la croissance des prix des produits de base et une continuation du ralentissement de la demande étrangère. Un ralentissement prolongé inciterait probablement la Banque du Canada à retarder la hausse prévue de son taux cible.
 - En réaction aux turbulences sur les marchés financiers, nous estimons que la Réserve fédérale américaine attendra un véritable retour au calme des conditions financières avant de relever ses taux d'intérêt. Cela

réduit fortement la probabilité d'une hausse cette année.

Dans l'immédiat, le gouvernement se concentrera sur les négociations commerciales.

- Une fois que le Royaume-Uni aura informé l'UE de son intention de partir, les négociations commerciales avec l'UE commenceront sérieusement. Bien que la nature finale du type d'accord commercial avec l'UE dépendra du succès des négociations, les commentaires formulés cette semaine par des pays membres de l'UE indiquent que l'UE préférerait un accord commercial semblable à ceux négociés avec la Norvège et la Suisse. Cela ressemble à l'opinion exprimée par plusieurs personnes de la campagne Partir qui aimeraient que le Royaume-Uni continue d'appartenir à l'Espace économique européen et adhère à la Zone européenne de libre-échange au même titre que l'ont fait la Norvège et l'Islande. Dans le cas des accords commerciaux conclus avec des pays tiers (accords commerciaux de l'UE avec des pays non membres de l'UE), le gouvernement britannique pourrait tenter d'invoquer une présomption générale de continuité qui, selon certaines autorités, ferait partie du droit international. En vertu de cette présomption, le Royaume-Uni pourrait continuer de commercer avec des pays non membres de l'UE aux conditions convenues avec l'UE, ce qui donnerait au gouvernement le temps de négocier de nouveaux traités.
 - L'Accord économique et commercial global (AECG) négocié entre le Canada et l'UE et dont l'entrée en vigueur est prévue en 2017 ne s'appliquerait plus au commerce canado-britannique après le départ du Royaume-Uni de l'UE. De même, le Partenariat transatlantique de commerce et d'investissement en voie de négociation entre les États-Unis et l'UE exclurait le Royaume-Uni des pourparlers après son départ de l'UE.

Risques à long terme et questions sans réponse

- Le Scottish National Party s'activera vivement pour organiser un référendum sur l'indépendance afin de se séparer du Royaume-Uni et demeurer au sein de l'UE. Cela accroîtra l'incertitude économique, maintiendra la pression à la baisse de la livre sterling et pourrait prolonger la volatilité des marchés financiers.

- Les résultats du référendum incitent déjà les partis eurosceptiques de l'UE à demander un référendum analogue dans d'autres pays de l'UE. Il est probable que le succès de la campagne Partir au Royaume-Uni fasse gonfler l'appui électoral aux partis populistes eurosceptiques, ce qui intensifiera l'incertitude croissante quant à la viabilité de l'UE, à tout le moins dans sa forme actuelle.
- Il existe un danger moral dans l'UE à offrir davantage de concessions au Royaume-Uni dans l'espoir d'encourager la tenue d'un deuxième référendum au Royaume-Uni. Un tel scénario soulève un risque évident d'encourager d'autres pays de l'UE à remettre en question le statu quo.
- Une grande inconnue plane, à savoir ce qu'il adviendra du secteur financier britannique. Plus tôt cette année, nous avons fait ressortir les conséquences possibles pour le secteur financier britannique d'un vote en faveur d'une sortie de l'UE (encadré 2). En fin de compte, ces conséquences dépendront largement de la rapidité des négociations et du type d'accord commercial qui sera conclu avec l'UE. En restant membre de l'Espace économique européen selon le meilleur scénario, le Royaume-Uni ne pourra plus s'adonner au commerce sans restrictions dans les services financiers avec l'UE et devra se conformer au cadre réglementaire financier de l'UE sans avoir son mot à dire sur son évolution. Le Royaume-Uni exporte plus de 40 % de ses services financiers vers l'Union européenne. Sur une note positive, les forces du Royaume-Uni qui ont motivé la croissance de son secteur financier, soit le système judiciaire, la langue anglaise et son exposition mondiale, devraient continuer d'inciter plusieurs sociétés financières à maintenir une présence en sol britannique. De plus, en se soustrayant à l'emprise réglementaire de l'UE, le secteur financier du Royaume-Uni sera en mesure de personnaliser sa réglementation pour assurer sa compétitivité sur la scène mondiale. Cela pourrait aussi l'aider à accélérer la négociation d'accords commerciaux portant sur les services financiers avec d'autres grands pôles financiers mondiaux situés aux États-Unis et en Asie.

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD. Il est produit à des fins informatives et éducatives seulement à la date de rédaction, et peut ne pas convenir à d'autres fins. Les points de vue et les opinions qui y sont exprimés peuvent changer en tout temps selon les conditions du marché ou autres, et les prévisions peuvent ne pas se réaliser. Ce rapport ne doit pas servir de source de conseils ou de recommandations de placement, ne constitue pas une sollicitation d'achat ou de vente de titres, et ne doit pas être considéré comme une source de conseils juridiques, fiscaux ou de placement précis. Il ne vise pas à communiquer des renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans ce rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, ce rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs, et sont sujettes à des risques et à des incertitudes intrinsèques. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et entités apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions que pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.