

REGARDS | 05

sur l'impact potentiel du Brexit

Auteur: Bastien Larue
Publication périodique | Février 2017

STATEC

Institut national de la statistique
et des études économiques

Les électeurs britanniques se sont prononcés en juin 2016 en faveur d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. D'après la plupart des études menées à ce sujet, les conséquences économiques du "Brexit" seraient négatives, en premier lieu pour le Royaume-Uni, mais aussi pour les autres économies européennes. Le Luxembourg est ainsi susceptible d'être affecté indirectement, mais aussi directement – de par les liens étroits qu'il entretient avec le Royaume-Uni (notamment dans le domaine des services financiers). À contrario, dans le cas où le Royaume-Uni perdrait le passeport européen (qui lui permet de vendre des produits financiers à travers toute l'UE), le Luxembourg pourrait bénéficier partiellement du redéploiement de certaines activités sur le Continent.

Un impact a priori largement négatif sur l'économie britannique

Plusieurs études ont tenté de quantifier l'impact du Brexit sur l'activité réelle au Royaume-Uni. Les résultats obtenus¹ montrent à une très large majorité un impact négatif et dépendent (i) du modèle d'échange alternatif auquel le Royaume-Uni souscrirait et (ii) de l'horizon temporel retenu. Remarquons que ces deux points sont fortement interconnectés. En effet, les conséquences d'un régime ou d'une politique commerciale particulière n'apparaissent que sur un horizon de temps suffisamment long. Retenons que dans la plupart des études, l'adoption d'un modèle de type Accord de Libre Echange est souvent associé aux scénarios optimistes du Brexit (ou "soft Brexit") et qu'à l'inverse, le régime de la clause de la Nation la Plus Favorisée est largement pris comme référence pour les scénarios pessimistes (ou "hard Brexit").

À court terme (i.e. à un horizon de 2 à 4 ans), l'impact estimé sur le PIB britannique s'élève en moyenne à **-4,7% dans le cadre des scénarios pessimistes et à -2,2% dans les scénarios optimistes** (par rapport à une situation où le Royaume-Uni ne quitterait pas l'Union européenne).

À long terme – l'horizon 2030 étant majoritairement pris comme référence – les impacts du Brexit deviennent encore plus dépendants du régime commercial adopté par le

Royaume-Uni. Les résultats obtenus indiquent un impact sur le PIB britannique s'élevant en moyenne à **-5,4% dans le cadre des scénarios pessimistes et à -1,2% dans les scénarios optimistes**.

Deux remarques importantes peuvent être formulées à propos de ces impacts. D'une part, les auteurs des différentes études font tous preuve de beaucoup de précaution vis-à-vis des résultats obtenus, ceux-ci pouvant très largement diverger selon les hypothèses retenues. D'autre part, même dans le cas des scénarios les plus pessimistes, le PIB du Royaume-Uni poursuivrait son expansion. Ce dernier point est crucial, car le terme "impact négatif" peut prêter à des erreurs d'interprétation: il ne s'agit pas ici d'un effondrement ou d'une récession de l'économie britannique, mais d'une croissance du PIB moins forte que dans l'hypothèse où le Royaume-Uni serait resté dans l'Union européenne. Autrement dit, si le PIB britannique continue à croître au cours des prochaines années, on ne pourra pas directement en conclure que le Brexit n'a pas eu d'effets négatifs.

Enfin, le discours prononcé par la Première Ministre Theresa May le 17 janvier 2017 – évoquant clairement la volonté de sortir du marché unique – incite aujourd'hui à favoriser, en termes de prévisions économiques, un scénario de "hard Brexit". Le 8 février, les députés britanniques ont adopté le projet de loi du gouvernement autorisant le déclenchement du Brexit.

La City mise à mal par le Brexit

D'autres études se sont consacrées plus spécifiquement à l'impact du Brexit sur le secteur financier du Royaume-Uni, Londres constituant une place financière de 1^{er} rang à l'échelle mondiale.

Celle de PwC /CBI² décrit l'impact du Brexit sur le secteur financier britannique en distinguant court, moyen et long terme. Les résultats obtenus (cf. Graphique 1) montrent un impact sur le secteur financier négatif et relativement élevé (en particulier à court terme). Dans les deux scénarios, la décomposition des différents éléments contribuant à ces chocs met surtout en avant le facteur de l'incertitude, du

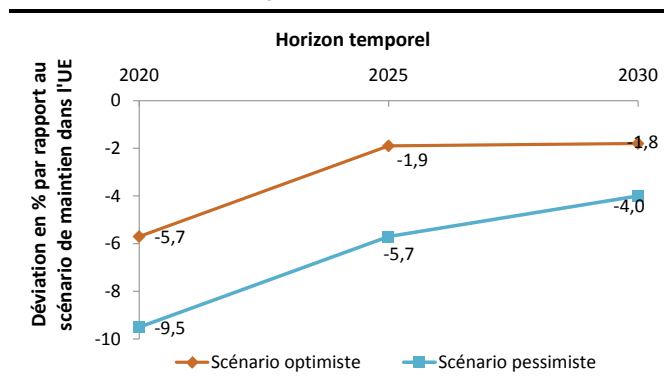
¹ Pour une présentation détaillée des résultats, voir l'étude "Le processus de Brexit et l'estimation de son impact", Note de Conjoncture n° 2-16, pp. 71-72, STATEC, novembre 2016.

² PwC, Leaving the EU: Implications for the UK economy, mars 2016.

moins à court terme (à l'horizon 2020). À plus long terme, l'incertitude jouerait beaucoup moins et c'est surtout via l'immigration et le commerce que les impacts négatifs se feraient sentir.

En cas de "soft Brexit", l'impact serait plutôt marginal. Ainsi, d'après une autre étude élaborée par la firme de conseil Oliver Wyman³, "La valeur ajoutée du secteur financier baisserait de seulement 1% par rapport à un scénario de maintien dans l'UE". En revanche, en cas de "hard Brexit", la perte d'activité représenterait 6 à 8% de la valeur ajoutée du secteur financier britannique (et quelque 30 000 emplois). De plus, dans l'hypothèse où les banques déplaceraient certaines de leurs activités qui ne sont pas liées à l'UE à l'extérieur du Royaume-Uni afin de réaliser des économies d'échelle, la perte de valeur ajoutée du secteur financier pourrait atteindre au total 12 à 15% (avec une perte équivalente de quelque 70 000 emplois).

Graphique 1: Impact du Brexit sur la valeur ajoutée en vol. du secteur financier britannique



Source: PwC Analysis

Impact du Brexit à l'international: l'Europe largement concernée

Le Royaume-Uni est l'un des acteurs les plus importants du commerce international. En 2015, c'est le 2^{ème} plus grand exportateur et le 5^{ème} plus grand importateur de services au monde, et le 9^{ème} plus grand exportateur et le 5^{ème} plus grand importateur de marchandises (données OMC). Les principaux partenaires commerciaux du Royaume-Uni sont l'Union Européenne, les Etats-Unis et la Chine.

Du fait de l'orientation des flux commerciaux du Royaume-Uni vis-à-vis des autres pays, ceux de l'UE dans son ensemble (hors Royaume-Uni) sont donc les plus susceptibles d'être impactés directement par le Brexit via le canal des échanges. Cette idée est notamment confirmée par une enquête qualitative conduite par CESifo auprès de plus de 1 000 experts économiques de 115 pays en juillet 2016⁴.

Pour la plupart des organisations internationales effectuant des prévisions macroéconomiques, les économies de la zone euro dans son ensemble devraient être impactées négativement par les développements liés au Brexit, surtout à partir de 2017. Dans une étude parue peu après le référendum⁵, la Commission européenne met principalement l'accent sur les effets délétères de la hausse de l'incertitude consécutive au vote, qui devrait freiner la consommation privée et l'investissement et impacter les échanges extérieurs. Les perspectives économiques pour la zone euro, où la Commission tablait sur une croissance de 1,7% pour 2016 et 2017 avant le référendum, sont révisées à la baisse avec des fourchettes de 1,5-1,6% en 2016 et 1,3-1,5% en 2017, soit une perte de PIB de l'ordre d'un quart à un demi-point de croissance à l'horizon 2017. À la suite du vote en faveur du Brexit, le FMI (en juillet 2016) ainsi que l'OCDE (en septembre 2016) appliquent également une décote sur la croissance prévue pour la zone euro en 2017, de respectivement 0,2 et 0,3 points de %. Enfin, ces trois organisations internationales, dans le cadre de leurs prévisions d'automne, ont toutes révisé à la baisse la croissance prévue pour le Royaume-Uni en 2017. En moyenne, la progression du PIB escomptée a été divisée par deux, passant de 2% à seulement 1%.

Évolution conjoncturelle récente du Royaume-Uni: pas de signaux alarmants pour le moment

Depuis le vote en faveur du Brexit, les indicateurs économiques du Royaume-Uni n'ont pas connu de bouleversements majeurs. La bourse de Londres avait fortement chuté après l'annonce du résultat du référendum (et par contrecoup, l'ensemble des places financières européennes), mais ce phénomène n'a été que de courte durée. La dépréciation de la livre sterling – qui elle s'est inscrite dans la durée (cf. Graphique 2) – ainsi que le soutien affiché de la Banque d'Angleterre ont apparemment contribué à rassurer les marchés. Les enquêtes de conjonctures menées auprès des entreprises et des ménages britanniques n'ont pas non plus trop accusé le coup, ou alors de manière seulement passagère. Le PIB a quant à lui progressé de respectivement 0,5% et 0,6% sur un trimestre aux 3^{ème} et 4^{ème} trimestres 2016, sans marquer de ralentissement notable par rapport aux trimestres précédents.

Outre la dépréciation de la livre, les indicateurs qui marquent une véritable rupture depuis l'été 2016 sont surtout ceux relatifs aux perspectives économiques du Royaume-Uni formulées par des panels d'experts, tels que l'indice ZEW du sentiment économique ou l'indice IFO du climat économique. On note par ailleurs un revirement de tendance concernant les prix de vente des logements depuis le 3^{ème} trimestre 2016. Ces derniers, en forte hausse sur les dernières années, envoient récemment des signaux de stagnation (voire de baisse pour certains indices, notamment ceux relatifs au cœur de Londres).

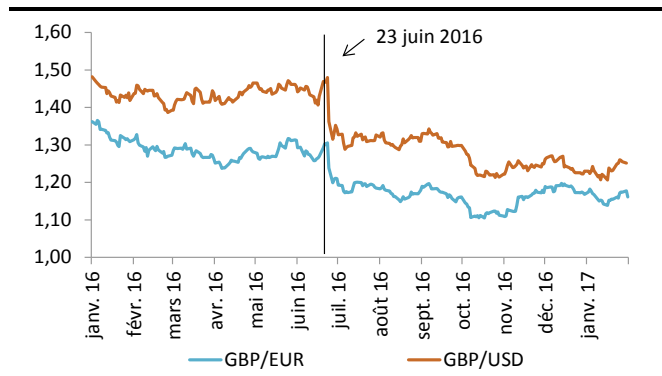
³ Oliver Wyman, The impact of the UK's exit from the EU on the UK-based financial services sector, octobre 2016.

⁴ Brexit Remains Primarily a European Problem, Box 3, pp. 8-9, World Economic Survey, août 2016.

⁵ The Economic Outlook after the UK Referendum: A First Assessment for the Euro Area and the EU, Institutional paper 032, juillet 2016.

L'activité économique du Royaume-Uni est donc restée assez soutenue sur la deuxième partie de 2016. Ceci étant dit, il y a lieu d'opérer une distinction entre l'effet de l'annonce des résultats du vote pour le Brexit et le Brexit lui-même (qui n'a pas encore eu lieu).

Graphique 2 Taux de change de la livre sterling depuis janvier 2016



Source: Macrobond

Des liens économiques forts entre le Royaume-Uni et le Luxembourg

Au niveau des échanges de biens, le Royaume-Uni est le 5^{ème} pays partenaire du Luxembourg à l'exportation et le 7^{ème} à l'importation. La part de marché du Royaume-Uni dans le total des exportations de biens du Luxembourg est proche de 4% en 2015, mais s'élève à seulement 2% en termes d'importations. Au cours des 10 dernières années, le poids du Royaume-Uni dans les échanges commerciaux du Luxembourg a eu tendance à diminuer, au profit essentiellement de marchés extra-européens. Les produits les plus exportés par le Grand-Duché vers le Royaume-Uni sont les métaux et ouvrages en métaux (environ 25% du total sur la période 2010-2015), les matières et ouvrages en plastique et caoutchouc (17%), ainsi que les machines et appareils (16%).

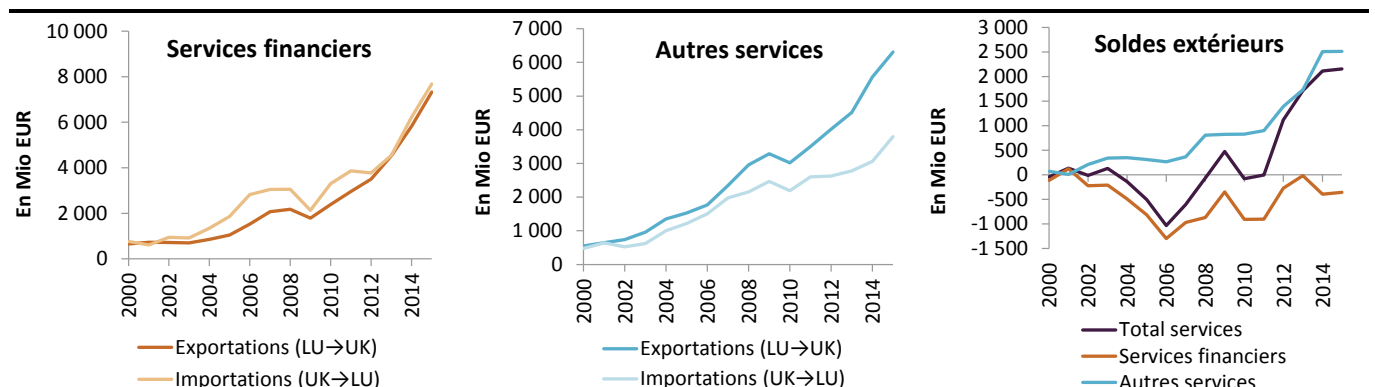
Les exportations totales de services du Luxembourg s'élèvent en 2015 à quelque 85 Mia EUR¹ (soit 7 fois environ la valeur des exportations de biens). Dans ce montant,

presque 14 Mia sont dirigés vers le Royaume-Uni et concernent pour moitié environ des services financiers. La part du Royaume-Uni dans les exportations de services du Grand-Duché représente ainsi 16% en 2015 – occupant la 2^{ème} place juste derrière l'Allemagne – et a bénéficié d'une hausse quasi-continue depuis le début des années 2000 où elle s'affichait alors à seulement 5%. Cette part est légèrement plus importante pour les exportations de services non financiers (18% en 2015) que pour celles de services financiers (14%). Côté importations de services, la part du Royaume-Uni est quasi similaire à celle observée pour les exportations (18% en 2015), mais elle est par contre bien supérieure pour ce qui concerne les services financiers (22%). Ceci provient notamment du fait que les importations de services financiers du Royaume-Uni vers le Luxembourg sont supérieures aux exportations de services financiers du Grand-Duché vers le Royaume-Uni ou. En d'autres mots : le Luxembourg présente un solde déficitaire sur les échanges de services financiers avec le Royaume-Uni. Ce solde déficitaire est compensé, et même très largement compensé sur les dernières années, par le solde excédentaire résultant des échanges de services non financiers avec le partenaire britannique (cf. Graphique 3).

Les exportations de services non financiers du Luxembourg à destination du Royaume-Uni sont majoritairement constituées de services aux entreprises, qui incluent une proportion importante d'exportations liées à des sociétés résidentes actives dans le domaine de l'e-commerce. En 2015, les exportations de ces sociétés représentent ainsi les trois quarts du total des exportations de services non financiers à destination du Royaume-Uni.

Le Royaume-Uni occupe également une place importante dans la structure du secteur financier luxembourgeois. Sur les 141 établissements de crédits recensés sur la place en septembre 2016, 7 sont d'origine britannique. Dans le domaine des fonds d'investissement, les actifs relatifs aux fonds dont les promoteurs sont originaires du Royaume-Uni représentent quant à eux un peu plus de 600 Mia EUR (soit 17,2% du total des actifs nets de la place, selon les données de la CSSF établies au 31 juillet 2016), occupant la 2^{ème} position derrière les États-Unis (20,5% du total).

Graphique 3: Echanges de services entre le Luxembourg et le Royaume-Uni



Source: STATEC (Balance des paiements)

¹ Source: STATEC - Balance des paiements.

En 2015, Le Royaume-Uni représente presque 17% du montant total des investissements du Luxembourg à l'étranger et 15% du total des investissements des non-résidents au Luxembourg, des montants conséquents en termes d'investissements étrangers vis-à-vis du Luxembourg.

Au 1^{er} janvier 2016, un peu plus de 6 000 citoyens britanniques résident au Grand-Duché (environ 1% de la population totale).

Impact sur le Luxembourg, entre risques et opportunités

Comme vu précédemment, les liens économiques entre le Luxembourg et le Royaume-Uni sont relativement importants. À cet égard, les perspectives négatives découlant des études évoquées ci-avant, pourraient également impacter le Luxembourg (et notamment ses exportations de services financiers à destination du Royaume-Uni). De plus, la demande étrangère adressée au Luxembourg de la part de l'ensemble de la zone euro, dont les chiffres de croissance ont été révisés à la baisse par les organisations internationales depuis juillet, devrait également en pâtir.

Une simulation a été effectuée par le STATEC, considérant l'impact d'une baisse de la valeur ajoutée du secteur financier britannique. Pour ce faire, les résultats de l'étude PwC/CBI servent de référence. Partant d'une baisse de la valeur ajoutée du secteur financier britannique de quelque 11% (correspondant à un Brexit que l'on peut qualifier de "dur"), on en déduit (au moyen des élasticités obtenues par le biais d'équations économétriques) une baisse des importations totales de services financiers de la part du Royaume-Uni de l'ordre de 3%. On applique ensuite à ce montant un ratio entre les importations de services financiers du Luxembourg vers le Royaume-Uni et les importations totales de services financiers du Royaume-Uni. On peut alors en dériver l'impact sur les exportations de services financiers du Luxembourg, qui se chiffre ainsi à quelque 350 Mio EUR (soit une baisse de 4%) à l'horizon 2020. Cette baisse est alors simulée dans Modux, le modèle macroéconomique du STATEC, et il en résulte, à l'horizon 2020 et par rapport à un scénario de base sans Brexit, une **baisse de 2,5% de la valeur ajoutée du secteur financier luxembourgeois** et une **baisse du PIB en vol. proche de 1%**. La perte d'emplois associée s'élèverait à environ 1 600 personnes (dont 600 dans les services financiers).

Cet exercice de simulation ne prend cependant pas en compte d'éventuelles externalités positives, aussi bien en matière d'activité que d'emploi. Or, le Brexit peut également constituer des opportunités pour le Grand-Duché et sa place financière, notamment dans le cas où le Royaume-Uni perdrait le passeport européen qui permet à tout établissement bancaire ou financier, comme à une société de gestion, d'exercer ses activités dans toute l'Union européenne. Les acteurs de la City devraient alors déplacer une partie de leurs activités pour la relocaliser vers des places financières faisant partie de l'UE.

Le Luxembourg, spécialisé dans les fonds d'investissement et la gestion de fortune, aurait ainsi de bonnes cartes à jouer. Selon Nicolas Mackel⁶, directeur général de Luxembourg for Finance, "Le Luxembourg est devenu l'arrière-boutique de Londres", car un grand nombre de fonds y seraient conçus, enregistrés et administrés avant d'être gérés ailleurs, en premier lieu à la City. En cas de perte d'accès au marché européen, "le Luxembourg pourrait alors renforcer cet aspect succursale de la City au sein de l'UE" et "ainsi devenir une porte d'entrée au marché européen". Des gestionnaires de fonds de Londres pourraient alors délocaliser certaines activités au Luxembourg pour bénéficier du passeport européen, de même que certaines institutions bancaires spécialisées dans la gestion de fortune.

La place financière de Luxembourg se retrouve cependant en concurrence face à d'autres centres financiers européens (Francfort, Dublin, Paris et Amsterdam ont été fréquemment évoqués) et il est difficile d'établir une liste des critères de choix objectifs qui feraient pencher la balance en faveur d'une relocalisation éventuelle au Luxembourg. Néanmoins, l'actualité récente a fourni quelques éléments montrant un certain intérêt de la part de la finance britannique pour le Luxembourg dans une perspective de Brexit. Le CEO de l'ABBL (Association des Banques et Banquiers, Luxembourg), Serge de Cillia, avait déclaré en juin dernier⁷ "avoir déjà reçu des appels de banques sondant le terrain luxembourgeois". Selon un article du quotidien anglais The Times publié en juin⁸, les banques HSBC et J.P. Morgan auraient déjà envisagé le transfert d'activités au Luxembourg. Début octobre, la société de gestion d'actifs M&G, branche de l'assureur Prudential, avait déclaré au Financial Times⁹ prévoir la création d'une nouvelle entité au Luxembourg afin de conserver un accès au marché de l'UE en réaction au vote du Brexit (les investisseurs d'Europe continentale représenteraient 10% de ses actifs, soit un montant d'environ 30 Mia EUR), une annonce qui s'est concrétisée au début de 2017¹⁰. Enfin, les fonds américains Blackstone et Carlyle auraient prévu une implantation au Luxembourg dans la perspective du Brexit¹¹.

Institut national de la statistique
et des études économiques
Luxembourg

info@statec.etat.lu
Tél.: (+352) 247-84219

www.statistiques.lu

ISSN 2304-7135

⁶ Interview pour le Figaro, 5 juillet 2016.

⁷ Dépêche AFP reprise dans le Luxemburger Wort du 19 juin 2016.

⁸ Banks eye tax haven in exodus from City, The Times, 16 juin 2016.

⁹ M&G looks to Luxembourg after Brexit vote, Financial Times, 9 octobre 2016.

¹⁰ M&G registers pair of new absolute return funds in Luxembourg, InvestmentEurope, 12 janvier 2017

¹¹ Blackstone, Carlyle Said to Plan Luxembourg Bases Post Brexit, Bloomberg, 25 janvier 2017