

# B R E X I T



## So far, so good ?

---

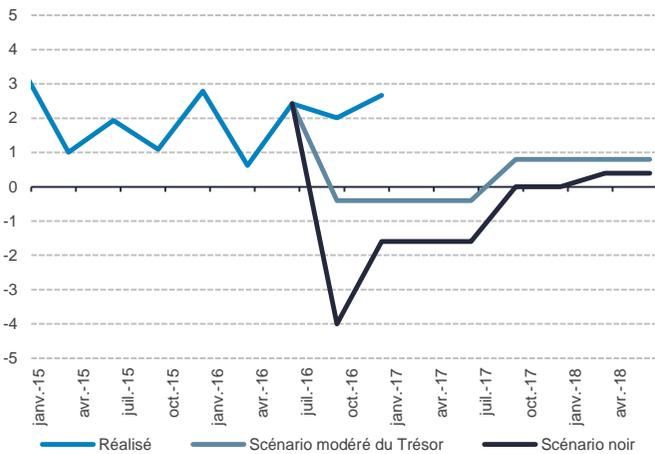
Document rédigé le 28 avril 2017  
par Julien-Pierre Nouen, Directeur des études économiques

*Un peu plus de dix mois après le référendum du 23 juin 2016, le gouvernement britannique a finalement activé l'article 50 du traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne, ouvrant la période de négociations de près de deux ans qui débouchera sur la sortie effective du Royaume-Uni de l'Union Européenne. Du résultat de ces négociations essentiellement juridiques dépendra l'impact sur l'économie britannique. Nous vous proposons dans cette note de détailler quelques éléments de cadrage macroéconomique afin de mieux comprendre les enjeux auxquels les négociateurs britanniques seront confrontés dans les mois et années à venir.*

## UN PREMIER CONSTAT S'IMPOSE

Aucun des scénarios noirs prévus en cas de victoire du Brexit ne s'est déroulé. Durant la campagne, de nombreux organismes, et notamment le Trésor, avaient publié des prévisions débouchant sur une récession dans les mois suivant un tel choix. Seule l'ampleur de la récession variait (voir graphique 1).

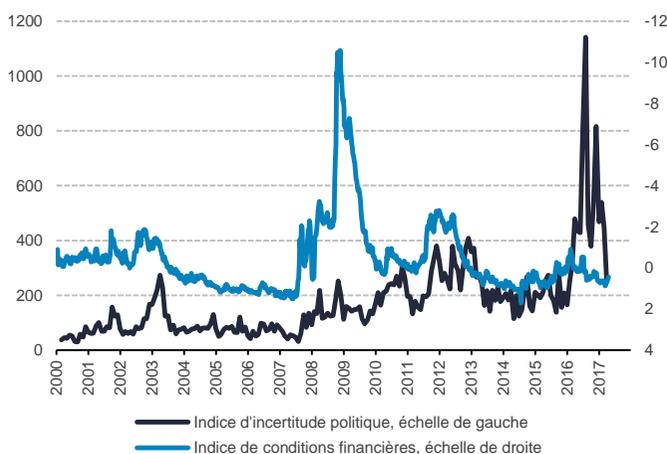
Graphique 1  
Croissance trimestrielle annualisée



Source : Bloomberg, au 25 avril 2017

La première réaction des enquêtes de confiance a semblé confirmer ce scénario avec une forte baisse des indices PMI mais ceux-ci se sont redressés par la suite et la croissance s'est maintenue sur un rythme proche de 2,0%. Pourquoi un tel écart ? La réponse est à trouver du côté des conditions financières selon nous. Les modèles menant à ces résultats supposaient un durcissement des conditions financières. Or, elles se sont améliorées grâce aux mesures de la Banque d'Angleterre : baisse des taux et achats d'actifs dont des obligations d'entreprise. En effet, les taux d'intérêts ont plutôt baissé (voir graphique 2).

Graphique 2  
Incertitude politique et conditions financières



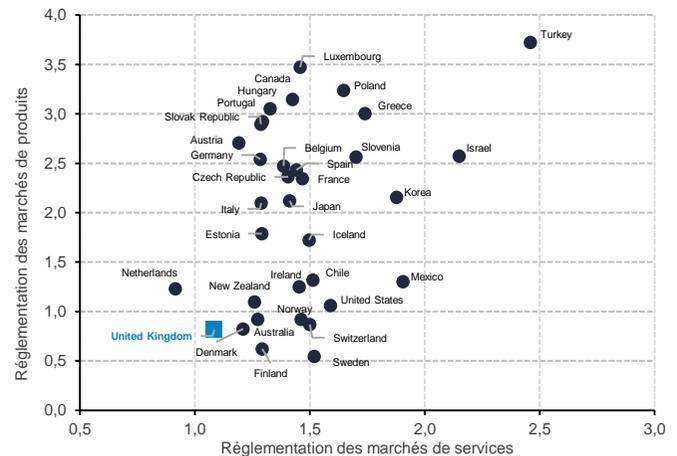
Source : Bloomberg, au 25 avril 2017

Quant au marché actions, il a discriminé les valeurs en fonction de l'exposition à la devise, mais l'impact global est resté mesuré. Par ailleurs, le contexte international est porteur avec un mouvement synchronisé d'accélération de la croissance dans la plupart des économies développées, et particulièrement dans la zone euro. Ce mouvement a opportunément commencé au début de l'été dernier. La forte baisse de la livre contre toutes devises aura finalement été le seul impact non négligeable.

## UNE ABSENCE D'IMPACT À COURT TERME MAIS PAS NÉCESSAIREMENT À PLUS LONG TERME

Nous pouvons distinguer deux canaux principaux par lesquels les conséquences de cette décision vont se faire sentir. Premièrement, en se coupant partiellement du marché unique, le Royaume-Uni va perdre de l'attractivité comme base manufacturière pour servir le marché continental. Ceci pourrait peser sur les investissements directs. Les propos des entreprises japonaises vont effectivement dans ce sens. Le gouvernement britannique évoque une simplification administrative une fois libérée des « diktats » européens pour faciliter la vie des entreprises, mais dans les faits le Royaume-Uni est déjà un des pays où le poids des réglementations est le plus faible (voir graphique 3). Le gain incrémental d'attractivité de nouvelles mesures n'en est que plus limité. Outre l'impact direct du moindre investissement sur l'activité, ceci pèsera sur la capacité de production de l'économie britannique.

Graphique 3  
Indices OCDE de réglementation des marchés

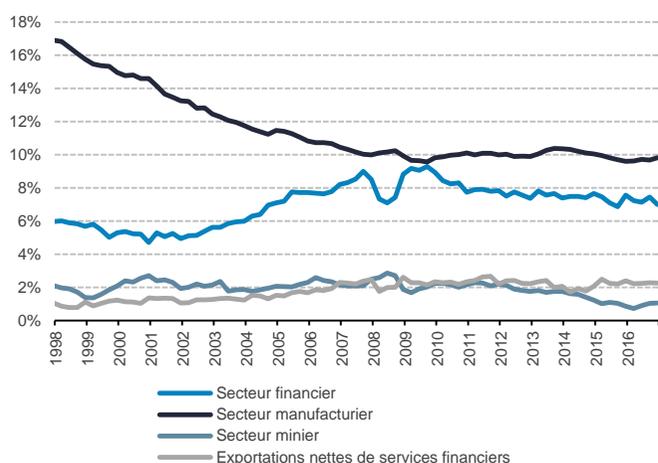


Source : Bloomberg, au 25 avril 2017

Le deuxième canal concerne la baisse de la livre. Habituellement, une baisse de la monnaie est un facteur positif pour la croissance d'une économie mais les ajustements peuvent porter sur les exportations ou sur les importations. Lorsqu'ils portent sur les exportations, en rendant celles-ci plus compétitives, ils

sont uniformément positifs. Lorsqu'ils portent sur les importations, ils peuvent être négatifs si la capacité de substitution de la production locale aux importations est limitée. Dans le cas du Royaume-Uni, la question peut effectivement se poser compte tenu du très faible poids du secteur manufacturier dans le PIB de l'ordre de 11% (voir graphique 4). Ce devrait donc être l'impact inflationniste et récessionniste sur la consommation qui primera. Mais cet impact va se faire sentir dans la durée. Le scénario le plus probable est celui d'une phase de croissance durablement un peu plus faible du PIB britannique.

Graphique 4  
Poids des différents secteurs dans l'économie



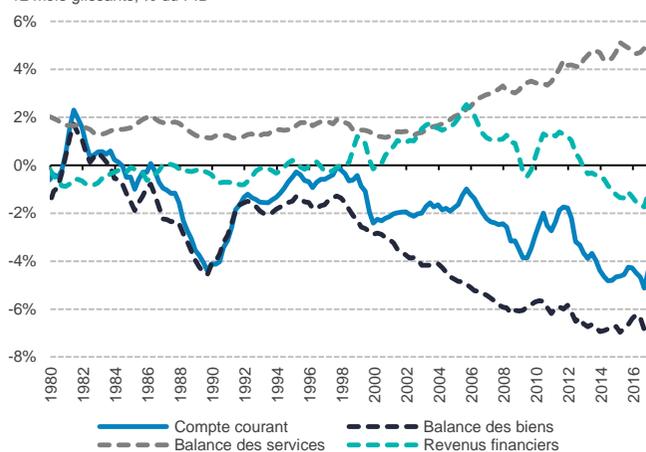
Source : Bloomberg, au 25 avril 2017

## LE POIDS DU DÉFICIT DE LA BALANCE COURANTE

Le compte courant mesure le solde des relations commerciales et des relations financières (produits des actifs détenus à l'étranger – intérêts et dividendes payés aux détenteurs étrangers d'actifs britanniques) avec le reste du monde. Un déficit courant de 5%, signifie que chaque année, le Royaume-Uni doit trouver un montant équivalent de financements de la part du reste du monde. Le déficit courant du Royaume-Uni s'explique par un énorme déficit de la balance des biens en grande partie compensé par la balance des services. La balance des revenus financiers est devenue déficitaire depuis quelques années du fait de la baisse des prix des produits miniers notamment (voir graphique 5). La baisse de la livre devrait aider significativement celle-ci mais comme évoqué ci-dessus, l'évolution de la balance des biens va rester compliquée par le faible poids dans l'activité du secteur manufacturier, d'autant que le Brexit va nettement compliquer les relations commerciales avec la zone euro qui absorbait plus de la moitié des exportations britanniques. Quant à la balance des services, de grandes interrogations

pèsent sur la capacité du Royaume-Uni à conserver la même capacité d'exportation. La question du passeport financier n'étant qu'un des exemples des questions en suspens.

Graphique 5  
Balance courante  
12 mois glissants, % du PIB



Source : Bloomberg, au 25 avril 2017

## LE RÔLE CLÉ DU CADRE COMMERCIAL POUR L'AVENIR ÉCONOMIQUE DU ROYAUME-UNI

Outre l'impact direct sur l'investissement lié aux incertitudes entourant les conditions de sortie de l'Union Européenne, si la capacité commerciale du pays venait à être dégradée, cela compliquerait davantage le rééquilibrage des comptes courants du pays et entraînerait sans doute des pressions baissières sur la devise. A terme, si le pays conserve un déficit courant élevé et une devise durablement faible, les investisseurs pourraient en venir à réclamer une compensation supplémentaire.

## CONCLUSION

En l'absence de choc sur les conditions financières, l'impact du Brexit mettra du temps à se manifester. Il dépendra grandement de la capacité du Royaume-Uni à se construire un nouveau cadre d'activité propice à son commerce extérieur et à attirer les capitaux. En cas d'échec, la contrainte extérieure, c'est-à-dire le besoin de financer le déficit courant, pourrait se manifester.

---

## RETROUVEZ NOS DERNIÈRES ANALYSES

---



25.04.16

[Elections françaises :](#)  
[le risque extrême s'éloigne pour les marchés](#)

---

## INSCRIVEZ-VOUS À NOTRE NEWSLETTER

---

pour suivre nos dernières analyses  
en cliquant ci-dessous



**SUIVEZ  
& PARTAGEZ**

l'actualité de Lazard Frères Gestion



**Site Internet**  
[www.lazardfreresgestion.fr](http://www.lazardfreresgestion.fr)



**Blog**  
[www.lazardfreresgestion-tribune.com](http://www.lazardfreresgestion-tribune.com)



**LinkedIn**  
Lazard Frères Gestion

Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement. Ce document est la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS.