

# ROYAUME-UNI: QUELLES SERONT LES CONSÉQUENCES ÉCONOMIQUES D'UN BREXIT DUR?

À quelques semaines à peine de la fin de la période de transition qui maintient de fait le Royaume-Uni dans l'Union européenne, les incertitudes sont grandes quant au Brexit et à ses conséquences. Néanmoins, quel que soit le résultat des négociations sur un accord de libre-échange, il est certain qu'il s'agira d'un Brexit « dur ». En partant de ce constat, de nombreuses questions importantes se posent. Que représentent le marché unique et l'union douanière de l'UE ? Quelles seront les conséquences de la sortie du Royaume-Uni de ces ensembles ? Quid des répercussions du Brexit sur l'économie du Royaume-Uni, et seront-elles différentes selon les secteurs ? Comment le Brexit influera-t-il la politique économique du Royaume-Uni ?

Depuis sa sortie officielle de l'Union européenne le 31 janvier 2020 – rendue possible par la ratification de l' Accord de retrait entre l'UE et le Royaume-Uni (Accord de retrait) – le Royaume-Uni est entré dans une période de transition pendant laquelle le droit de l'UE continue de lui être appliqué. En particulier, durant cette période le pays est maintenu dans le marché unique et l'union douanière de l'UE. Il continue d'appliquer la politique européenne en matière de justice et d'affaires intérieures, reste soumis aux mécanismes d'exécution de l'UE, et doit respecter tous les accords internationaux que l'Union a signés.

Alors que l'Accord de retrait permettait une extension jusqu'à deux ans de cette période de transition par accord mutuel, le Royaume-Uni a refusé toute prolongation. La période s'achèvera donc, comme initialement prévu, à la fin de l'année 2020. À ce moment-là, le Royaume-Uni quittera, conformément à son souhait, le marché unique et l'union douanière de l'UE. Ce Brexit « dur » entraînera de nombreux changements, non seulement dans les relations commerciales entre les deux blocs, mais aussi dans les échanges entre le Royaume-Uni et le reste du monde. Ainsi, toute l'économie du Royaume-Uni devrait être affectée – à des degrés variés selon les secteurs néanmoins –, et donc à son tour la politique économique du pays.

## Le marché unique et l'union douanière de l'UE

Aussi appelé « marché commun » ou « marché intérieur », le marché unique assure depuis sa création en 1993 la libre circulation des personnes, des biens, des services et des capitaux – les « quatre libertés » – au sein de l'Union européenne. Il a notamment pour but de faciliter le commerce et les affaires entre les pays membres, en supprimant les obstacles techniques, juridiques et administratifs. Par exemple, la libre circulation des marchandises est garantie par la suppression des droits de douane et des restrictions quantitatives (les quotas), le principe de la reconnaissance mutuelle, l'élimination des barrières physiques et techniques, et la promotion de la normalisation.

Les vingt-sept pays membres de l'Union européenne, ainsi que le Royaume-Uni jusqu'à la fin de la période de transition, font pleinement partie du marché commun. De surcroît, ce dernier a été partiellement étendu à trois des quatre membres actuels de l'Association européenne de libre-échange (AELE) – la Norvège, l'Islande et le Liechtenstein – après la création le 1<sup>er</sup> janvier 1994 de l'Espace économique européen (EEE), un ensemble qui rassemble aujourd'hui ces trois pays ainsi que tous les États membres de l'UE. L'extension est seulement partielle, car elle exclut certaines dispositions, comme la politique agricole commune (PAC) et la politique commune de la pêche (PCP) de l'UE – ce qui implique la possibilité et, de fait, l'existence de droits de douanes sur les produits de l'agriculture échangés entre ces trois pays et l'UE. En contrepartie de leur accès au marché unique, ces trois pays doivent notamment se conformer aux quatre libertés, contribuer financièrement au budget de l'UE, et incorporer à leur propre droit

une partie de la législation européenne relative au marché intérieur. De son côté, la Suisse, le quatrième membre de l'AELE, a refusé lors d'un référendum d'entrer dans l'EEE. Néanmoins, le pays bénéficie lui aussi d'un accès partiel au marché unique grâce à plus d'une centaine d'accords bilatéraux signés avec l'UE.

L'UE constitue aussi – avec Monaco – une union douanière. Cela a trois implications principales : aucun droit de douane n'est appliqué sur les biens circulant entre les pays de l'UE, les États membres appliquent un tarif douanier commun pour les biens importés de pays tiers, et les biens ayant été importés légalement peuvent circuler librement sur l'ensemble du territoire de l'Union sans autre contrôle douanier.

En parallèle, l'UE fait partie de trois autres unions douanières, avec la Turquie, Andorre, et Saint-Marin. L'union douanière avec la Turquie couvre uniquement les produits industriels et les produits agricoles transformés. Ces marchandises peuvent ainsi circuler librement entre les deux parties, c'est-à-dire sans droits de douane ou restrictions quantitatives. De plus, la Turquie applique le tarif douanier commun de l'UE. Elle doit aussi s'aligner sur l'acquis communautaire de l'UE – c'est-à-dire avec sa législation – dans plusieurs domaines, notamment pour ce qui concerne les normes industrielles. Si la Turquie a le droit de négocier et de conclure des accords de libre-échange avec des pays tiers, elle le fait en parallèle de l'UE.

L'EEE n'est pas une union douanière car il n'y a pas de coordination des tarifs douaniers en son sein. Ainsi, il est possible pour un pays de faire partie du marché unique – au moins partiellement – sans intégrer l'union douanière de l'UE. C'est le cas de la Norvège, de l'Islande et du Liechtenstein. Il est aussi possible de faire partie de l'union douanière sans être dans le marché commun. C'est, par exemple, le cas de la Turquie qui n'est ainsi pas tenue de respecter les quatre libertés dans leur ensemble.

## Les effets de la sortie de ces deux ensembles

Même si les Britanniques ont choisi le Brexit en 2016, le Royaume-Uni aurait pu quitter l'Union européenne en conservant un accès au marché unique, par exemple en intégrant l'AELE afin de rester dans l'EEE. Après tout, l'AELE a vu le jour à l'initiative du Royaume-Uni, qui n'en est sorti en 1973 que pour intégrer l'UE.

Cependant, la Première ministre Theresa May et son successeur Boris Johnson ont tous deux refusé de rester dans le marché unique. Dans son discours à la Lancaster House le 17 janvier 2017<sup>1</sup>, la première a écarté cette possibilité car cela aurait impliqué de continuer à respecter les quatre libertés, de se conformer à une réglementation sans pouvoir influencer sur sa mise en place, et de rester sous la juridiction de la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE). D'après Mme May, cela reviendrait à « ne pas quitter l'UE du tout ». À sa sortie du marché unique, le Royaume-Uni va devenir un « pays tiers » aux yeux de l'UE.

<sup>1</sup> The government's negotiating objectives for exiting the EU: PM speech, gouvernement du Royaume-Uni, janvier 2017.



En ce qui concerne ses échanges avec l'Union, le pays va donc perdre le degré de fluidité très élevé que lui permettait son appartenance au marché unique. Il est vrai que la signature d'un accord de libre-échange tel que proposé par l'UE éviterait la mise en place de droits de douane ou de quotas pour les échanges de biens entre les deux parties. Cependant, un tel accord n'empêcherait pas l'apparition de nombreuses barrières commerciales non-tarifaires pour leurs échanges de biens et de services. Dans le cas des échanges de biens, celles-ci incluraient des procédures supplémentaires, notamment pour se conformer aux standards de l'UE, et des contrôles douaniers renforcés, entraînant des coûts et délais aux frontières additionnels pour les exportateurs britanniques. De surcroît, ces barrières pourraient se développer dans le temps du fait de la divergence progressive entre les réglementations et les standards du Royaume-Uni et de l'UE. Même si un accord de libre-échange était trouvé, les biens échangés devraient satisfaire des règles d'origine – c'est-à-dire des critères précis, définis avec l'UE, permettant de déterminer l'origine des produits – afin de pouvoir être exonérés de tarifs et de quotas.

En outre, le gouvernement britannique a refusé de continuer de faire pleinement partie de l'union douanière de l'UE. Cela s'explique par sa volonté de négocier des traités de libre-échange avec des pays tiers de manière tout à fait indépendante. D'une part, cela signifie que le pays ne bénéficiera plus des accords commerciaux de l'UE. Ainsi, le Royaume-Uni négocie actuellement avec le reste du monde pour répliquer ces accords et en trouver de nouveaux. D'autre part, cela signifie que le pays va imposer ses propres tarifs douaniers pour ses importations, le « tarif global » du Royaume-Uni (*UK Global Tariff*, UKGT). Il est vrai que plus de 15% des tarifs ont été réduits à zéro et que d'autres ont été diminués ou simplifiés. Cependant, le Royaume-Uni n'a pas encore répliqué tous les accords de l'UE, ce qui implique que ces nouveaux tarifs s'appliqueront sur une part plus importante de ses échanges. Jusqu'ici, le Royaume-Uni a conclu des accords avec une cinquantaine de pays représentant près de 12% du total de ses importations et exportations. À titre de comparaison, les pays avec lesquels l'UE a signé des accords commerciaux représentent environ 16% des échanges du Royaume-Uni.

Si un accord de libre-échange n'était pas trouvé avec l'UE, ces droits de douane s'appliqueraient aussi aux importations venant de l'UE. Ces dernières représentent plus de la moitié des importations du Royaume-Uni. Ces barrières tarifaires et non-tarifaires seraient sûrement répercutées sur les prix, ce qui réduirait le pouvoir d'achat des consommateurs britanniques. Dans le même temps, les exportations du Royaume-Uni seraient soumises aux tarifs de l'UE, le tarif douanier commun (TDC). D'après le principal syndicat patronal du Royaume-Uni, la *Confederation of British Industry* (CBI), les entreprises britanniques feraient face à des tarifs pour 90% de leurs exportations vers l'UE, ce qui mettrait certainement à mal leur compétitivité.

## Estimations des effets du Brexit

Si les incertitudes sont grandes, le choc pour l'économie du Royaume-Uni suite à sa sortie effective de l'UE pourrait être considérable. D'après un sondage de l'organisation patronale *Institute of Directors*<sup>2</sup>, un quart des dirigeants d'entreprise sondés en septembre disaient ne pas être sûrs que leurs entreprises soient prêtes pour la fin de la période de transition. Dans une lettre aux groupes de transport<sup>3</sup> datée du 22 septembre dernier, Michael Gove, numéro deux du gouvernement et responsable des préparatifs liés aux Brexit, alertait sur les risques encourus par ce secteur à la fin de la période de transition. Dans le « pire scénario raisonnable » (« *reasonable worst case scenario* ») entre 40% et 70% des camions britanniques pourraient ne pas disposer des autorisations nécessaires pour entrer dans l'UE. De plus, le manque de capacité aux frontières pourrait réduire le débit jusqu'à 60% à 80% des niveaux habituels, ce qui engendrerait des files d'attente pouvant comprendre jusqu'à 7 000 camions au Royaume-Uni et des retards de deux jours.

Le choc devrait être d'autant plus grand dans le cas d'une sortie sans accord. Ainsi, une étude du Trésor britannique datant de 2016<sup>4</sup> estime que dans le cas où le Royaume-Uni resterait dans l'EEE – ce qui n'est plus d'actualité aujourd'hui – son PIB serait au bout de deux ans 3,6% inférieur à ce qu'il aurait été s'il était resté dans l'UE. Dans le cas où le Royaume-Uni sortirait du marché unique sans qu'un accord de libre-échange ne soit trouvé, il en serait 6% inférieur. En novembre 2018, la Banque d'Angleterre<sup>5</sup> estimait que, dans le scénario d'une sortie définie par les termes de l'Accord de retrait et de la Déclaration politique, le PIB du Royaume-Uni serait en 2023 entre 1,25% et 3,75% inférieur à ce qu'il aurait été s'il avait suivi sa tendance d'avant le référendum. Dans un scénario sans accord de sortie ni période de transition, le PIB y serait entre 7,75% et 10,5% inférieur et une chute immédiate de 3% à 8% était envisagée.

Si l'on en croit les nombreuses études visant à quantifier les effets économiques du Brexit, il y a peu de chances que ces effets négatifs soient compensés sur le long terme (cf. tableau 1). Il est vrai que les résultats de ces études sont très variés, compte tenu de leur axes (certaines se concentrent uniquement sur le commerce, d'autres intègrent les investissements directs à l'étranger, les flux migratoires, les contributions du Royaume-Uni au budget européen, etc.) et des différents scénarios envisagés (maintien du Royaume-Uni dans le marché unique, sortie avec accord de libre-échange, sortie sans accord, etc.). Néanmoins, elles s'accordent toutes sur deux points importants. Tout d'abord, elles sont unanimes sur le fait que, quelle que soit la forme qu'il prenne, le Brexit aura sur le long terme un effet négatif sur l'économie du Royaume-Uni. Le second résultat partout mis en évidence est que plus la zone d'atterrissage du Royaume-Uni est éloignée de l'UE, plus le choc pour son économie est important. Entre un accord de libre-échange et une sortie sans accord – les deux options qui restent sur la table aujourd'hui – l'ordre de grandeur quant au manque à gagner en termes de PIB dans un horizon de moyen ou long terme est du simple au double. D'après une étude de *UK in a Changing Europe*<sup>6</sup>, l'impact sur l'économie britannique d'une sortie sans accord serait dans le long terme deux à trois fois plus important que celui de la crise du Covid-19.

<sup>2</sup> *IoD responds to PM's Brexit statement warning businesses to prepare*, Institute of Directors, octobre 2020.

<sup>3</sup> Lettre de Michael Gove aux groupes de transport, Road Haulage Association (RHA), septembre 2020.

<sup>4</sup> *HM Treasury, HM Treasury Analysis: The immediate economic impact of leaving the EU*, Discussion paper (May), London, 2016.

<sup>5</sup> *EU withdrawal scenarios and monetary and financial stability*, Banque d'Angleterre, novembre 2018.

<sup>6</sup> Menon A, J. Portes, J. Rutter et al., *What would no deal mean?*, *UK in a Changing Europe and LSE*, September 2020.



## ESTIMATIONS DE L'EFFET DU BREXIT SUR LE PIB DU ROYAUME-UNI (VARIATIONS PAR RAPPORT À UN SCÉNARIO SANS SORTIE DE L'UE)

Étude	Date	EEE	Accord de libre-échange	OMC
Booth et al. (Open Europe)	Mars 2015	-	-0,8%	-2,2%
PwC/CBI	Mars 2016	-	-1,2%	-3,5%
HM Treasury	Avril 2016	-3,8%	-6,2%	-7,5%
Kierzenkowski et al. (OECD)	Avril 2016	-	-5,1%	
Ebell & Warren (NIESR)	Mai 2016	-1,8% -	-2,1% avec productivité :	-3,2% -7,8%
Rojas-Romagosa (CPB)	Juin 2016	-	-3,4%	-4,1%
Jafari & Britz	Juin 2017	-	-	-4,6%
Felbermayr et al. (IFO)	Juin 2017	-0,4%	-0,6%	-1,7%
Pisani & Caffarelli (Banca d'Italia)	Janvier 2018	- -	-0,9% avec productivité :	-2,0% -10,6%
Latorre et al.	Juin 2018	-1,2%	-	-2,6%
Vicard (CAE)	Juillet 2018	-0,8%	-2,2%	-2,7%
IMF	Juillet 2018	-	-2,5%	-4,0%
Hantzsche et al. (NIESR)	Novembre 2018	-	-3,9%	-5,5%
Levell et al. (CEP)	Novembre 2018	- avec productivité :	-1,9% -5,5%	-3,5% -8,7%
UK Government	Novembre 2018	- -	- avec migration :	-7,7% -9,3%
Ortiz & Latorre	Décembre 2018	-0,5%	-	-1,1%
Menon et al. (UKinEU)	Septembre 2020	-	-	-8,0%
Arriola et al. (OECD)	À paraître	-	-3,5%	-

TABLEAU 1

SOURCE : VOIR ANNEXE



Sur le long terme, les conséquences du Brexit sur l'investissement, la productivité, l'emploi, la croissance potentielle ou encore les flux migratoires pourraient aussi avoir des effets significatifs sur l'économie britannique. Ainsi, le *Centre for Economic Performance*<sup>7</sup> et l'OCDE<sup>8</sup> prévoient une chute des investissements directs étrangers (IDE) à destination du Royaume-Uni de 22% et 30%, respectivement, à un horizon de dix ans. Cela s'explique notamment par le fait que l'un des principaux attraits du Royaume-Uni est l'accès qu'il procurait jusque-là au marché unique de l'UE. Par ailleurs, les recherches effectuées par l'OCDE, dans le cadre de son dernier *Economic Survey* du Royaume-Uni<sup>9</sup>, suggèrent que l'augmentation des barrières au commerce pourrait réduire la productivité de la plupart des secteurs des services britanniques de 3% à 5% dans le long terme.

Finalement, ces études suggèrent que l'effet à long terme du Brexit sur l'économie britannique dépendra de deux paramètres principaux : le choc initial causé par la fin de la période de transition et le degré d'éloignement du Royaume-Uni de l'UE dans le cadre de la relation future. Cet effet sera quoi qu'il arrive négatif, ce qui nécessitera certainement des mesures de soutien budgétaire et monétaire pour essayer de le compenser (cf. dernière partie).

## Les conséquences du Brexit par secteur de l'économie

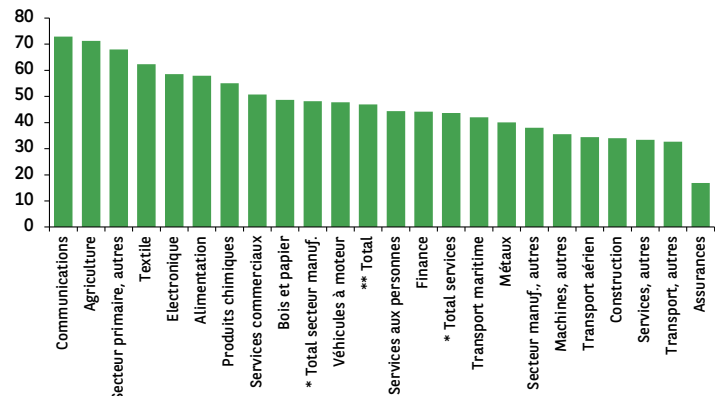
Les conséquences du Brexit seront très inégales selon les secteurs, notamment du fait de leur différent degré d'intégration dans les chaînes de valeurs internationales. Dans les encadrés 1 et 2 (pages 17 & 18), deux cas emblématiques sont étudiés, ceux de la pêche et de l'aéronautique. Ils illustrent les enjeux et la complexité du désarrimage britannique.

Plus largement, certains secteurs de l'économie britannique apparaissent plus vulnérables que d'autres, notamment du fait de l'importance relative du marché de l'UE. La part des exportations britanniques qui se dirigent vers l'UE varie ainsi de moins de 20% dans le cas des assurances à plus de 70% dans le cas des communications et de l'agriculture<sup>10</sup> (cf. graphique 1).

Cela étant dit, les exportations représentent une partie plus ou moins grande de l'ensemble de la production de chaque secteur. La part exportée vers l'UE dans le total de la production de chaque secteur donne alors une idée plus précise de leur dépendance au marché unique. Le graphique 2 montre que l'électronique, le secteur primaire, les véhicules à moteur et les produits chimiques sont ceux qui exportent la plus grande part de leur production vers l'UE – plus de 20% dans chacun de ces cas. À l'inverse, le secteur des communications est finalement assez peu exposé au marché unique. En effet, si 70% de ses exportations sont dirigées vers l'UE, moins de 5% de sa production totale du secteur est exportée.

Au-delà du seul critère des échanges, d'autres facteurs, comme leurs degrés d'ouverture et leurs différences structurelles, détermineront la sensibilité de chaque secteur au Brexit. Une étude de l'OCDE<sup>11</sup>, publiée prochainement, cherche à estimer l'impact du Brexit sur les échanges du Royaume-Uni par secteur. Elle se fonde sur le modèle d'équilibre général calculable (computable general equilibrium, CGE) de l'OCDE, appelé METRO, qui prend notamment en compte les mesures non tari-

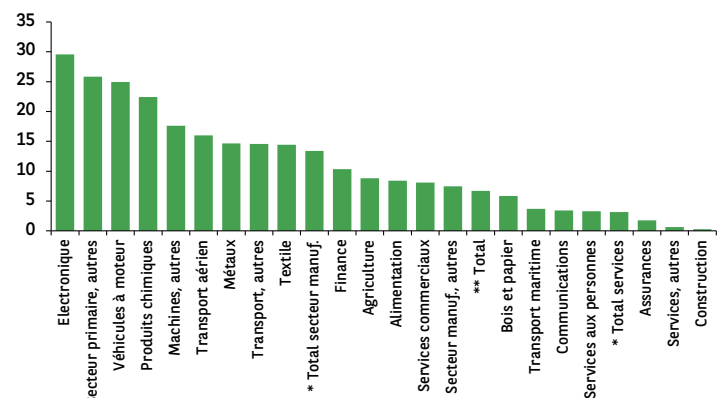
### PART DES EXPORTATIONS DU ROYAUME-UNI À DESTINATION DE L'UE (%)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : PIIÉ, GTAP, FMI, BNP PARIBAS

### PART DE LA PRODUCTION DU ROYAUME-UNI EXPORTÉE VERS L'UE (%)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : PIIÉ, GTAP, FMI, BNP PARIBAS

fares, les échanges de services et les échanges en valeur ajoutée. Dans le scénario relativement favorable où un accord de libre-échange serait trouvé, l'étude estime que tous les secteurs verraient malgré tout leurs exportations à destination de l'UE reculer par rapport à un scénario sans sortie de l'UE, à l'exception de celui des ressources naturelles. Les deux secteurs les plus affectés, avec des manques à gagner de l'ordre de 15%, seraient, d'une part, celui des véhicules à moteur et pièces détachées et, d'autre part, celui du textile et de l'habillement (cf. graphique 3).

Dans le scénario où un accord de libre-échange ne serait pas trouvé, tous les secteurs y perdraient, avec des manques à gagner de plus de 40% dans le cas des véhicules à moteur et de la viande.

7 Dhingra S., G. Ottaviano, T. Sampson, and J. Van Reenen, *The impact of Brexit on foreign investment in the UK*, Centre for Economic Performance (LSE), avril 2016.

8 Kierżenkowski R., N. Pain, E. Rusticelli, and S. Zwart, *The Economic Consequences of Brexit: A Taxing Decision*, OECD Economic Policy Papers, No. 16, OECD Publishing, Paris, 2016.

9 *OECD Economic Surveys: United Kingdom 2020*, OCDE 2020.

10 Latorre M. C., Z. Olekseyuk, H. Yonezawa, and S. Robinson, *Brexit: Everyone Loses, but Britain Loses the Most*, Working Paper Series WP19-5, Peterson Institute for International Economics, 2019.

11 Arriola C., S. Benz, A. Mourougane, and F. Van Tongeren (forthcoming), *The Trade Impact of the UK's Leaving the EU Single Market*, OECD Economics Department Working Papers, OECD Publishing, Paris.



Finalement, il semble que les industries manufacturière et agroalimentaire soient les plus vulnérables à une sortie du marché unique de l'UE. Néanmoins, ce sont les effets négatifs sur le secteur des services qui devraient le plus peser sur l'économie du Royaume-Uni, du fait de la part très importante qu'il occupe dans celle-ci, soit environ 80% de la valeur ajoutée totale du Royaume-Uni.

## Les répercussions sur la politique économique

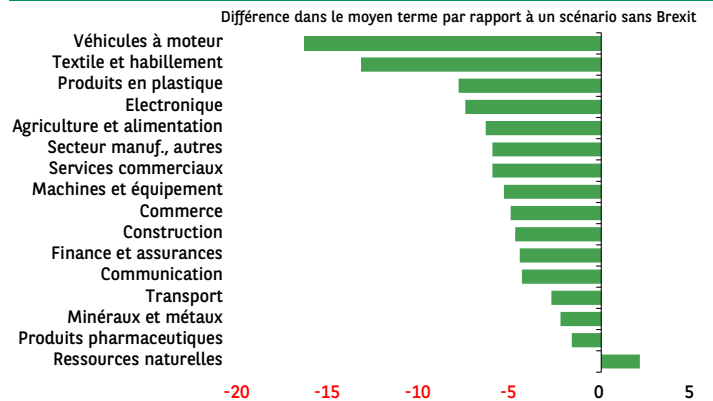
Le Brexit a toujours été présenté comme une source d'économies par ses promoteurs, du fait qu'il signe l'arrêt des contributions du Royaume-Uni au budget européen. Entre 2014 et 2018, celles-ci s'élevaient à GBP 13,4 mds par an en moyenne, après application d'un rabais moyen équivalent à GBP 4,6 mds. L'UE, de son côté, a versé des fonds à hauteur de GBP 5,6 mds aux secteurs public et privé du Royaume-Uni, dans le cadre notamment de la politique agricole commune (PAC) et du fonds européen de développement régional (FEDER). Finalement, la contribution nette moyenne du Royaume-Uni s'est élevée à GBP 7,8 mds, soit environ 1% des dépenses totales du gouvernement<sup>12</sup>. En plus de cesser sa contribution au budget de l'UE, le Royaume-Uni va aussi, grâce à sa sortie de l'Union douanière de l'UE, se réapproprié les revenus liés aux tarifs douaniers, qui étaient jusqu'ici remis à l'UE. S'il y a donc bien économie sur le papier, le Brexit, en se concrétisant, devrait faire place à une réalité bien différente.

D'abord, l'arrêt des contributions sera contrebalaçé dans les prochaines années par le règlement financier (*financial settlement*) dont le Royaume-Uni devra s'acquitter auprès de l'Union européenne conformément aux engagements que le pays avait pris avant le Brexit<sup>13</sup>. Celui-ci devrait représenter plus de GBP 30 milliards. Ensuite, s'ils avaient été conservés par l'État britannique l'an dernier, les revenus liés aux tarifs n'auraient ajouté que 0,4% à ses recettes totales. Enfin et surtout, les pertes d'activité liées au Brexit, en déprimant les recettes fiscales tout en alourdissant certaines dépenses (chômage...) pèseraient certainement sur les comptes de l'État. Le déficit, par ailleurs déjà alourdi par la crise liée à la pandémie de Covid-19, se creuserait, et avec lui la dette publique du Royaume-Uni. Bien sûr, le gouvernement pourrait chercher à contrer ce choc s'il était particulièrement brutal, mais cela prendrait la forme d'une combinaison de dépenses supplémentaires et d'allègements fiscaux. Ainsi, par rapport à un scénario sans sortie de l'UE, la hausse du déficit et de la dette du Royaume-Uni paraît inévitable après le Brexit.

Pour pallier les déficits d'activité et de recettes, il est probable que le gouvernement britannique cherche à assouplir sa réglementation afin d'attirer investisseurs et entreprises. Cependant, le Royaume-Uni fait déjà partie des pays développés où la réglementation est la plus souple, notamment en ce qui concerne la protection des travailleurs et la promotion de la concurrence sur les marchés de biens et de services. De plus, tout éloignement réglementaire avec l'UE agirait comme un frein aux échanges, celle-ci étant particulièrement attentive à ce que l'accès à son marché réponde à des conditions strictes garantissant une concurrence loyale.

En ce qui concerne la politique monétaire, la Banque d'Angleterre se veut pragmatique. Dans son discours de septembre 2018 auprès de la Banque centrale d'Irlande<sup>14</sup>, Mark Carney, alors gouverneur de la Banque d'Angleterre, confiait que la réponse monétaire ne serait pas automatique et dépendrait de l'équilibre entre les effets du Brexit sur

### VARIATION DES EXPORTATIONS DANS LE SCÉNARIO D'UN ACCORD (%)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : OECD, ARRIOLA ET AL. (À PARAÎTRE)

la demande, l'offre et le taux de change de la livre sterling<sup>15</sup>. La banque centrale redoute en effet de se retrouver confrontée au scénario auquel elle a dû faire face juste après le référendum, lorsque, d'un côté, la chute de la livre laissait penser à une hausse prochaine de l'inflation et, de l'autre, les incertitudes générées par le vote faisaient craindre un ralentissement économique important. Face à ce dilemme, la Banque d'Angleterre a finalement tranché et décidé de relâcher sa politique monétaire, notamment à travers une réduction de son taux directeur de 25 points de base, à 0,25%, et l'extension de son programme d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*, QE).

Il est possible que la banque centrale se retrouve face à ce scénario après la sortie effective du Royaume-Uni de l'UE. Les incertitudes vis-à-vis de la fin de la période de transition pourraient en effet entraîner une chute de la livre, particulièrement dans le cas d'une sortie sans accord. D'un côté, cela résulterait en un assouplissement des conditions monétaires et financières à travers une plus grande compétitivité des exportations, ce qui amortirait le choc économique. Cependant, l'augmentation du prix des importations créerait, dans un même temps, des pressions à la hausse sur l'inflation. Dans ce cas, la Banque d'Angleterre pencherait probablement de nouveau vers un assouplissement de sa politique monétaire. Deux principales options, qui ne sont pas mutuellement exclusives, s'offriraient alors à elle.

Tout d'abord, le soutien monétaire pourrait prendre la forme d'un taux directeur nul voire négatif – celui-ci a été ramené à 0,10%, son plus bas historique, suite à la crise de la Covid-19. De fait, la Banque centrale britannique a mené une enquête auprès des banques<sup>16</sup> afin d'évaluer leur degré de préparation à une hypothétique mise en place d'un taux directeur nul ou négatif. Si elle a nié que cette enquête mènerait forcément à l'instauration d'une telle politique, les marchés monétaires intègrent déjà dans leurs prix une baisse du taux de base vers des valeurs négatives dans les prochains mois.

Deuxièmement, la Banque d'Angleterre pourrait renforcer son programme d'assouplissement quantitatif. Cependant, son taux de détention de dette publique a déjà considérablement augmenté avec la crise. Alors qu'en début d'année elle visait un stock de

<sup>12</sup> *The UK contribution to the EU budget*, Office for National Statistics (ONS), septembre 2019.

<sup>13</sup> *Brexit: the financial settlement – in detail*, Parlement du Royaume-Uni, mars 2020.

<sup>14</sup> « *The future of work* » discours de Mark Carney, Banque d'Angleterre, septembre 2018.

<sup>15</sup> « *The appropriate policy response is not automatic and will depend on the balance of the effects on demand, supply, and the exchange rate.* »

<sup>16</sup> Lettre de Sam Woods « *Information request: Operational readiness for a zero or negative Bank Rate* », Banque d'Angleterre, octobre 2020.





GBP 425 milliards d'obligations souveraines, sa cible a été relevée à GBP 875 milliards. À l'heure actuelle, la banque centrale possède près de 45%<sup>17</sup> de l'ensemble des obligations gouvernementales échangeables (le flottant, ou « *free float* »). Il est vrai que la banque centrale pourrait potentiellement porter cette part à 70%. Cependant, compte tenu de la part détenue déjà très importante, des achats supplémentaires auraient un effet pour le moins incertain. De surcroît, le comité de politique monétaire (*Monetary Policy Committee*, MPC) sera probablement réticent à l'idée d'augmenter sa part jusqu'au seuil des 70% et cherchera même certainement à en rester le plus éloigné possible. En effet, lorsque la banque centrale détient une part importante de la dette de son propre gouvernement, la ligne entre une politique indépendante et le financement monétaire – c'est-à-dire le financement direct du gouvernement – devient floue, ce qui peut entamer sa crédibilité. Néanmoins, la Banque d'Angleterre possède plus de marge sur ses achats d'obligations d'entreprises. D'une part, de tels achats ne font peser aucun risque de financement monétaire. D'autre part, si depuis la crise la banque a doublé sa cible d'achats, cette dernière s'élève aujourd'hui à GBP 20 mds, ce qui représente environ 10% du stock éligible d'obligations. Cela laisse penser que la marge de manœuvre de la Banque d'Angleterre dans ce segment est plus importante, d'autant que les entreprises britanniques risquent de se retrouver en première ligne face au Brexit.

## Conclusion

Finalement, au regard du caractère inédit du choix du Royaume-Uni de sortir de l'Union européenne, les incertitudes sont grandes quant aux conséquences de cette décision, aucune étude ne concluant toutefois à une issue profitable. En raison du choix des Britanniques de quitter, en même temps que l'UE, le marché unique et l'union douanière, nul doute que cette sortie s'apparentera à un Brexit « dur ». Si un accord de libre-échange empêcherait la mise en place de tarifs douaniers ou de quotas, de nombreuses barrières non-commerciales apparaîtraient dans tous les cas et handicaperont l'économie du Royaume-Uni. Réorienter les débouchés demandera du temps et de l'argent et, imparfaitement préparées, les entreprises britanniques souffriront plus qu'elles ne profiteront dans l'immédiat des complications d'accès à leur principal marché. Les autorités fiscales et monétaires britanniques pourraient tenter d'atténuer ces conséquences négatives par des politiques plus accommodantes, mais celles-ci ont déjà vu leur marge de manœuvre se restreindre depuis le début de la crise liée à la pandémie de Covid-19.

**Hubert de Barochez et Kenza Charef (alternante)**

hubert.debarochez@bnpparibas.com

<sup>17</sup> *Bank of England faces new doubts over potency of buying bonds*, Financial Times, 3 novembre 2020.



**LA PÊCHE : PETIT SECTEUR, GROS DÉSACCORDS**

Secteur minoritaire de l'économie britannique – sa valeur ajoutée ne représentait que 0,1% du PIB en 2019 –, la pêche a pourtant été un enjeu essentiel dans les négociations entre Britanniques et Européens. Du fait de la forte dépendance des pêcheurs européens à l'accès aux eaux britanniques, elle est aujourd'hui utilisée par Londres comme moyen de pression dans les négociations sur un accord de libre-échange.

**La politique commune de la pêche**

À l'échelle européenne, la pêche est encadrée par la politique commune de la pêche (PCP), créée en 1970 et réformée en 2014. Cette dernière confère à l'ensemble de la flotte européenne un égal accès aux eaux territoriales de tous les États membres. La politique commune de la pêche comporte quatre principaux domaines d'action : la gestion des pêches, afin de préserver la reproduction des stocks, de jeter les bases d'un secteur rentable, de répartir équitablement les possibilités de pêches et de préserver les ressources marines ; le développement et la mise en œuvre de politiques internationales de gestion de la pêche et de droit maritime ; l'organisation du marché des produits de la pêche et de l'aquaculture ; et le financement de la politique, qui s'organise dans le cadre du budget 2014-2020 à travers le fonds européen pour les affaires maritimes et la pêche (FEAMP). Elle soumet tous les pêcheurs européens à des règles communes s'appliquant au matériel de pêche utilisé, aux espèces pêchées, au volume de pêche via des quotas par espèce et aux zones de pêche exploitables. Elle vise une pêche durable et la préservation de la reproduction des stocks en décomptant les prises involontaires des quotas de pêche alloués à chaque pêcheur.

**Quelle est la position de Londres ?**

Du côté des Britanniques, la politique de la pêche est perçue comme inégalitaire et a été, pendant de nombreuses années, fortement critiquée par les pêcheurs britanniques pour son caractère unilatéral. Si l'on s'arrête au seul critère des quantités prélevées, le partage des eaux territoriales profite en effet davantage aux flottes des États de l'UE qu'à celles du Royaume-Uni. Entre 2012 et 2016, 760 000 tonnes de poissons ont été pêchées en moyenne par an par les vaisseaux des États membres dans les eaux britanniques, pour un montant d'environ GBP 540 millions, alors que 90 000 tonnes ont été pêchées en moyenne par la flotte britannique dans les eaux territoriales européennes, pour un montant d'environ GBP 110 millions<sup>1</sup>.

De plus, la politique commune de la pêche soumet les pêcheurs britanniques à des restrictions importantes sous forme de quotas. En conséquence, le nombre de poissons pêchés par les flottes britanniques dans leurs eaux territoriales a diminué de moitié depuis l'introduction de la politique commune de la pêche. Londres déplore également une allocation arbitraire des quotas de pêche. Ainsi, dans la Manche, les bateaux français sont autorisés à pêcher presque neuf fois plus de cabillauds et de morues que les pêcheurs britanniques – dans l'ensemble des eaux territoriales du Royaume-Uni, la flotte britannique en pêche néanmoins près des trois-quarts.

Tout l'enjeu concernant la pêche, dans le cadre des négociations pour un accord de libre-échange entre le Royaume-Uni et l'UE, réside donc dans l'étendue de la prise de contrôle, par le Royaume-Uni, de ses eaux territoriales. Étant donné que le Royaume-Uni ne sera plus tenu d'y laisser entrer les pêcheurs de l'UE, Michael Gove a demandé davantage de réalisme et de flexibilité aux négociateurs européens.

**Que propose Bruxelles ?**

Du côté de l'UE, Michel Barnier a exigé la conservation jusqu'en mai d'un accès total aux eaux territoriales britanniques pour les pêcheurs européens. Cette position a été largement soutenue par la France, la Belgique, les Pays-Bas et l'Espagne. Ce dossier concerne particulièrement huit pays européens, mais les vingt-sept sont restés unis sur cette question.

L'accès aux eaux britanniques est vital pour les flottes de plusieurs pays européens, particulièrement pour la Belgique. Ses soixante-sept kilomètres de littoral ne lui confèrent qu'une zone économique exclusive limitée. Ainsi, à Ostende et Zeebrugge, les deux plus grosses criées de Belgique, 80% des 15 000 tonnes de poissons échangées chaque année proviennent des eaux britanniques, et 4 200 emplois dépendent directement de la pêche.

La proposition de Londres que tout accord soit renégocié chaque année – sur le même modèle que l'accord entre la Norvège et l'UE – s'est heurtée à un refus catégorique des Européens qui craignent un manque de stabilité pour leurs pêcheurs. Les Européens ne souhaitent pas non plus séparer la pêche de la négociation globale avec les Britanniques. Face à ce refus, Boris Johnson a brandi la menace d'une sortie sans accord.

**Quelles perspectives dans le cas d'une sortie sans accord ?**

En l'absence d'accord sur la question, les règles de l'OMC s'appliqueraient avec des contrôles importants et des droits de douane élevés. Le Royaume-Uni pourrait aller jusqu'à interdire l'accès des vaisseaux européens à ses eaux territoriales, qui y puisent 42% de leurs volumes chaque année. Ce chiffre est encore plus élevé pour la flotte des pays frontaliers du Royaume-Uni comme les Pays-Bas et la Belgique. D'après une étude de l'European Fisheries Alliance, cette interdiction réduirait le profit des flottes européennes de moitié et générerait la perte de 6 000 emplois<sup>2</sup>. L'absence d'accord sur la pêche entraînerait également des entraves administratives (autorisations de mise sur le marché, contrôles de douane) pour de nombreux pêcheurs qui déchargent aujourd'hui librement dans les ports britanniques.

Symétriquement, les pêcheurs et revendeurs britanniques verraient leur accès aux eaux territoriales de l'espace économique européen et au marché unique entravé. Des droits de douane seraient appliqués sur leurs exportations de poissons à destination des États membres de l'Union européenne – le taux pour les poissons et les produits à base de poisson est de près de 12%. Étant donné que 75% des exportations britanniques de produits de la pêche se destinent au marché européen, cela impacterait sévèrement l'industrie pélagique. Sans consensus sur la question, et donc d'entente sur les quotas de pêche, le risque de surpêche pourrait également augmenter.

Dans cette perspective, Londres tente de réduire sa dépendance au marché européen en négociant des accords bilatéraux à la fois avec des États membres et des États tiers comme la Norvège.

<sup>1</sup> Sustainable fisheries for future generations, Department for environment, food and rural affairs, juillet 2018.

<sup>2</sup> Building a sustainable, strong and mutually beneficial joint Fisheries Management post-Brexit, European Fisheries Alliance, janvier 2020.

## L'AÉRONAUTIQUE, LE GRAND OUBLIÉ DES NÉGOCIATIONS

« En cas de Brexit sans accord, Airbus devra prendre des décisions très douloureuses pour le Royaume-Uni. » Tels étaient les propos de Tom Enders, ancien dirigeant d'Airbus, à l'attention des Britanniques en janvier 2019. Un an plus tard, son successeur Guillaume Faury déclarait sa détermination à travailler avec le Royaume-Uni sur « une stratégie industrielle ambitieuse », et disait entrevoir un « grand potentiel d'amélioration et d'expansion » des activités d'Airbus au Royaume-Uni, suggérant une prise de conscience de l'importance de ce marché dans son modèle d'affaires.

### L'industrie aéronautique britannique

L'industrie aéronautique et spatiale constitue l'un des piliers de l'économie britannique, et génère 114 000 emplois sur l'ensemble du territoire. En 2019, elle représentait à elle seule une valeur ajoutée de GBP 34 milliards soit 7% de la valeur ajoutée industrielle totale. En outre, ce secteur affiche l'une des plus hautes productivités par tête et sa croissance est la plus élevée.

À l'heure actuelle, le Royaume-Uni occupe une place importante dans la chaîne de production d'Airbus, en tant que fournisseur d'ailes, de moteurs et de trains d'atterrissage notamment, destinés à être assemblés dans les pays de l'UE (principalement la France). De fait, en 2018 la moitié des exportations en valeur de pièces et composants aéronautiques était à destination des États membres de l'UE.

### Comment s'organise l'industrie à l'échelle européenne ?

Le secteur aéronautique et spatial au sein de l'Union européenne est entièrement intégré et régulé par l'Agence européenne de la sécurité aérienne (*European Aviation Safety Agency, EASA*). L'EASA est l'une des deux seules organisations habilitées à certifier les pièces, composants, et produits aérospatiaux – la seconde étant la *Federal Aviation Administration (FAA)* américaine. Les industriels présents sur le sol britannique, comme Airbus, Rolls Royce, GKN ou Bombardier, bénéficient donc de la certification de l'EASA. L'EASA est ouverte aux pays non membres de l'UE qui peuvent s'y associer. Ils bénéficient alors des accords négociés et de la certification de l'EASA mais aucun droit de vote ne leur est accordé. L'adhésion à l'EASA confère à ses membres – et donc au Royaume-Uni – un accès aux marchés de certains pays tiers, comme les États-Unis, le Brésil et le Canada, à travers l'Accord bilatéral sur la sécurité de l'aviation civile (*Bilateral Aviation Safety Agreement, BASA*).

### À l'approche de la fin de la période de transition, l'incertitude demeure

En l'absence d'un accord entre l'UE et le Royaume-Uni, ce dernier quittera l'EASA au 1<sup>er</sup> janvier 2021 avec des conséquences négatives immédiates.

Tout d'abord, le Royaume-Uni perdrait sa capacité à faire certifier les pièces produites sur son sol. Une période de transition de plusieurs années devrait alors être mise en place afin que l'Autorité d'aviation civile (*Civil Aviation Authority, CAA*) britannique puisse progressivement remplir ce rôle, ce qu'elle ne sera pas en capacité de faire au 1<sup>er</sup> janvier 2021.

Une sortie de l'EASA signifierait également une augmentation des contrôles aux frontières entre le Royaume-Uni et l'UE. Selon l'association d'entreprises ADS, cela représenterait un coût additionnel de GBP 1,5 milliard par an pour le secteur aérospatial. En effet, les flux entre le Royaume-Uni et l'UE sont très importants. Par exemple, le délai de livraison d'ailes du site de production de Broughton d'Airbus au site d'assemblage de Toulouse est actuellement de deux heures, et ce trajet peut être effectué plusieurs fois par jour sans aucune démarche administrative.

Enfin, quitter l'EASA signifierait pour le Royaume-Uni se couper des marchés tiers avec lesquels l'agence a signé des accords.

Néanmoins, le Royaume-Uni fera dans tous les cas toujours partie de l'accord de l'OMC sur les produits et composants aéronautiques, ce qui signifie qu'aucun droit de douane ne sera imposé sur les produits et composants des avions civils. Si cet accord ne couvre pas les composants non finis et les matières premières, ceux-ci sont néanmoins protégés par un régime particulier adopté par l'UE dont les exportateurs britanniques continueront de bénéficier.

Pour l'heure, l'une des solutions envisagées reste le maintien du Royaume-Uni dans l'EASA en tant que pays non-membre de l'UE associé à l'agence. Le Royaume-Uni ne participerait plus aux processus de décision de l'EASA, mais continuerait de bénéficier de ses accords bilatéraux. Dans tous les cas, M. Faury note que de « nombreuses précautions » devront être prises par les gouvernements pour protéger les chaînes d'approvisionnement aérospatiales européennes.

ENCADRÉ 2





## RÉFÉRENCES DU TABLEAU 1

- Arriola C., S. Benz, A. Mourougane, and F. Van Tongeren (à venir), *The Trade Impact of the UK's Leaving the EU Single Market*, OECD Economics Department Working Papers, OECD Publishing, Paris.
- Booth S., C. Howarth, M. Persson, R. Ruparel, and P. Swidlicki, *What if...? The Consequences, challenges & opportunities facing Britain outside EU*, Report 03/2015, London, Open Europe, 2015.
- Ebell M. and J. Warren, *The long-term economic impact of leaving the EU*, National Institute Economic Review, 236, 121-138, May 2016.
- Felbermayr G., J. Gröschl, I. Heiland, M. Braml, and M. Steininger, *Brexit's Economic Effects on the German and European Economy*, Study commissioned by the German Federal Ministry for Economic Affairs and Energy (BMWi), CESifo, Munich, June 2017.
- Hantzsche A., A. Kara, and G. Young, *The Economic effects of the Government's proposed Brexit Deal*, NIESR, London, November 2018.
- HM Treasury, *HM Treasury Analysis: The Long-Term Economic Impact of EU Membership and the Alternatives*, Cm. 9250, April 2016.
- IMF, *Long-term impact of Brexit on the EU*, Article IV Consultation Staff paper, Euro area, Selected Issue, July 2018.
- Jafari Y. and W. Britz, *Brexit—An economy-wide Impact Assessment looking into trade, immigration, and foreign direct investment*, Paper presented at the 20th Annual Conference on Global Economic Analysis, West Lafayette, IN, June 2017.
- Kierzenkowski R., N. Pain, E. Rusticelli, and S. Zwart, *The Economic Consequences of Brexit: A Taxing Decision*, OECD Economic Policy Papers, No. 16, OECD Publishing, Paris, 2016.
- Latorre, M. C., H. Yonezawa, and Z. Olekseyuk, *Can Brexit be overturned with other trade and FDI agreements? A quantitative assessment*, Paper presented at the 21th Annual Conference on Global Economic Analysis, Cartagena, Colombia, June 2018.
- Levell P., A. Menon, J. Portes, and T. Sampson, *The Economic Consequences of the Brexit Deal*, Centre for Economic Performance (LSE) and UK in a Changing Europe, 2018.
- Menon A, J. Portes, J. Rutter et al., *What would no deal mean?, UK in a Changing Europe and LSE*, September 2020.
- Ortiz G. and M. C. Latorre, *A computable general equilibrium analysis of Brexit: Barriers to trade and immigration restrictions*, SSRN Working paper, 2018.
- Pisani M. and F. Vergara Caffarelli, *What will Brexit mean for the UK and euro area economies? A model-based assessment of trade regimes*, Temi di Discussione/Working Papers 1163, Bank of Italy, January 2018.
- PricewaterhouseCoopers, *Leaving the EU: Implications for the UK economy*, March 2016.
- Rojas-Romagosa H, *Trade effects of Brexit for the Netherlands*, CPB Background Document, The Hague, June 2016.
- UK Government, *EU Exit: Long-Term Economic Analysis*, 2018
- Vicard V, *Une estimation de l'impact des politiques commerciales sur le PIB par les nouveaux modèles quantitatifs de commerce*, Focus du Conseil d'Analyse économique, n°22, Juillet 2018



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

## ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable - Etats-Unis

+33 1 58 16 73 32

jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques)

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Hubert de Barochez

Royaume-Uni, pays nordiques

+33 1 43 16 95 52

hubert.debarochez@bnpparibas.com

Guillaume Derrien

Espagne, Portugal

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

## ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50

laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Perrine Guerin, Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

perrine.guerin@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

michel.bernardini@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



## ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



## ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



## ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ? La réponse dans vos deux minutes d'économie



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

**ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT**

[voir le site des études économiques](#)

ET

**SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN**

[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER

[voir la page twitter des études économiques](#)



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS  
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34  
Internet :

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change