

LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

Notre lettre aux parlementaires

BREXIT

SORTIE DU ROYAUME-UNI : QUELLES CONSÉQUENCES ÉCONOMIQUES POUR L'UNION EUROPÉENNE ET LA ZONE EURO?

• Le Royaume-Uni a décidé de sortir de l'UE. Le PIB de la zone euro pourrait, selon nos prévisions, être amputé de 0,5 % en 2016-2017, sous l'effet conjugué des incertitudes, de l'impact sur les échanges commerciaux et du resserrement des conditions monétaires et financières.

• La Banque centrale européenne (BCE) va probablement prolonger de six mois son programme d'achat d'actifs. Cette annonce pourrait déjà intervenir ce mois-ci, sinon en septembre. Au besoin, d'autres mesures sont possibles : injection de liquidités supplémentaires, baisse du taux de refinancement.

• Il est difficile de dire, pour le moment, quel sera l'impact économique du « Brexit » à long terme. Cela dépendra de l'évolution de la relation entre l'UE et le Royaume-Uni, notamment des décisions sur le commerce, la réglementation et la concurrence. La sortie du Royaume-Uni pourrait affaiblir la domination de la City dans les services financiers de l'UE au profit d'autres places financières.

• L'UE pourrait, sans le Royaume-Uni, s'orienter vers une politique moins libérale et perdre de son influence internationale. Mais les prises de décisions au sein de l'Union pourraient aussi s'en trouver facilitées.

• Principaux risques pour l'UE : un « effet domino » sous forme d'un renforcement du camp des eurosceptiques ou des partis protestataires. Dans ce cas, l'impact serait plus important dans les pays non membres de la zone euro que dans ceux qui en font

partie. La zone euro a en effet su gérer par le passé des périodes de tensions sur les marchés.

• Tous les projecteurs sont désormais braqués sur la classe politique européenne et la manière dont elle va gérer ce défi important.

Effets négatifs à court terme

La décision du Royaume-Uni devrait pénaliser les perspectives de croissance de l'UE à court terme par son impact direct sur les échanges, suite d'une part à une détérioration de la conjoncture britannique et au renchérissement de l'euro par rapport à la livre, d'autre part au resserrement des conditions monétaires et financières qui résulterait d'un creusement des spreads des pays périphériques de la zone euro et enfin à l'éventuel renchérissement des coûts de financement des entreprises. Une incertitude accrue aurait également un impact négatif, en particulier par le biais des investissements des entreprises.

Le Royaume-Uni devrait, quant à lui, voir son PIB reculer de 2 % environ au cours des deux à trois prochaines années, selon nos estimations. L'impact se fera surtout sentir en 2017, bien que les premières enquêtes post-référendum montrent déjà un recul de la confiance des ménages et des entreprises. Le pays représentant environ 14 % des exportations de la zone euro, l'effet commercial net devrait être d'environ 0,1% du PIB de la zone euro sur la période 2016-2017. Les exportations de la zone euro devraient pâtir du ralentissement économique du Royaume-Uni, après sa décision de quit-

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

au 5 juillet 2016

FRANCE			
Variations annuelles, %	2015	2016 e	2017 e
PIB	1,2	1,4	1
Indice des prix à la consommation (IPC)	0,1	0,2	1,1
IPCH hors alimentation et énergie	0,6	0,7	0,6
Taux de chômage (%)	10,4	10,1	10
Balance courante (% PIB)	-0,2	-0,1	-0,7
Solde des Adm. Publiques (% PIB)	-3,5	-3,3	-3
Dettes publiques (% PIB)	95,6	96,2	96,6

ZONE EURO			
Variations annuelles, %	2015	2016 e	2017 e
PIB	1,6	1,4	0,9
Consommation privée	1,7	1,5	1
Investissement	2,7	2,6	0,9
Exportations	5,1	2,2	2,4
Indice des prix à la consommation (IPC)	0	0,1	1,3
IPCH hors alimentation et énergie	0,8	0,8	0,9
Taux de chômage (%)	10,9	10,2	9,8
Balance courante (% PIB)	3,2	2,9	2,7
Solde des Adm. Publiques (% PIB)	-2,1	-2	-1,8
Dettes publiques (% PIB)	90,8	89,8	88,9

e : estimations et prévisions des Etudes économiques BNP Paribas au 5 juillet 2016

ter l'Union, du fléchissement de la livre sterling (GBP) et des incertitudes entourant ses relations à venir avec l'UE. Des quatre grandes puissances de la zone euro, la plus exposée au Royaume-Uni sur le plan commercial est l'Allemagne et la moins exposée, l'Italie. Conséquence de l'importance de ses exportations vers le Royaume-Uni, qui représentent presque 8% de son PIB, l'Irlande



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

sera la plus impactée.

L'incertitude créée par le Brexit et ses conséquences sur le débat politique dans les pays de l'UE devraient provoquer une aversion au risque accrue de la part des investisseurs. Cette aversion se traduirait par un élargissement plus durable des spreads des pays périphériques par rapport à l'Allemagne. Ce resserrement des conditions monétaires, sous l'influence du comportement des marchés, risque de peser sur la demande intérieure au sein de l'Union européenne et de la zone euro. Après le référendum, le marché obligataire a d'ailleurs rapidement convergé vers notre objectif de rendement du Bund, que nous avons fixé à -20 pb pour la fin de l'année. L'accroissement de l'aversion au risque pourrait entraîner une augmentation des coûts de financement pour les banques et les sociétés non financières de l'UE et, partant, un durcissement des conditions du crédit.

Il est plus difficile d'évaluer l'effet négatif lié à l'incertitude du marché et au resserrement des conditions monétaires sur le PIB ; on peut, cependant, l'estimer à environ 0,4 % sur deux ans, au vu de l'impact des tensions antérieures. Le PIB de la zone euro sera donc probablement en retrait de 0,5 % par rapport aux prévisions de notre scénario central (antérieur au Brexit) pour 2016-2017, sachant que l'essentiel de l'impact portera vraisemblablement sur l'année 2017. Nous tablons à présent sur une croissance de 1,4 % (contre 1,5 % auparavant) en 2016 et de 0,9 % (contre 1,3 %) en 2017. Eu égard au niveau d'incertitude, les risques sont orientés à la baisse.

Le ralentissement de la croissance et le renforcement de l'incertitude devraient, à leur tour, exercer de nouvelles pressions à la baisse sur l'inflation. L'inflation sous-jacente va probablement plonger en deçà du plus bas record du printemps 2015 à 0,6 % en g.a.

Comment va réagir la BCE ?

Face au choc de l'issue du référendum britannique, la BCE dispose de quatre lignes de défense possibles. La première consiste à apporter des liquidités, afin de contrer tout risque de pénurie en la matière. La deuxième concerne l'assouplissement quantita-

tif. Avant le Brexit, nous nous attendions déjà à ce que la Banque centrale européenne annonce en septembre une prolongation de six mois de son programme d'achat de titres, de mars 2017 à septembre 2017. Le résultat du référendum britannique a conforté cette probabilité. La BCE pourrait même prendre sa décision dès le mois de juillet. Troisième-ment, la BCE pourrait concentrer certaines acquisitions de titres en début de période, comme elle l'avait fait l'été dernier par le biais d'une augmentation temporaire de la taille de son programme, une accélération qui serait compensée par un ralentissement ultérieur. Enfin, elle pourrait abaisser son taux de refinancement en le faisant passer en territoire négatif. En revanche, une nouvelle baisse du taux de dépôt semble improbable.

Des effets économiques à long terme plus ambigus

Les effets économiques à long terme sont moins clairs. Le Royaume-Uni fait partie des principaux bénéficiaires d'investissements directs étrangers (IDE) de l'Union européenne. Le pays représente aussi, et de loin, la destination la plus prisée pour l'installation des sièges sociaux des grandes entreprises européennes et mondiales. Le Brexit pourrait remettre en question l'attrait du Royaume-Uni pour les entreprises par rapport aux autres États de l'UE. Les perturbations et les coûts associés à un déménagement pourraient avoir un effet négatif à court terme sur certaines entreprises de l'Union, mais les conséquences à plus longue échéance sont moins évidentes, puisqu'elles dépendront fortement du contexte réglementaire. Ce dernier point vaut particulièrement pour le secteur des services financiers, dont le Royaume-Uni est le numéro un incontesté sur le continent. D'autres centres financiers pourraient dorénavant profiter de la situation.

La forme de la relation future entre le Royaume-Uni et l'Union européenne sera tout particulièrement importante, de même que ses possibles effets réglementaires et politiques. Si le départ des Britanniques se traduit par une intégration accrue des pays membres restants, parallèlement à l'adoption de politiques plus libérales, par

exemple, l'économie de l'UE pourrait s'en trouver fortifiée, avec à la clé davantage d'IDE, voire même le rapatriement de services financiers depuis le Royaume-Uni. Ce pays étant l'un des moins interventionnistes de l'UE, son départ pourrait toutefois réduire la dimension libérale de l'agenda européen et avoir des répercussions négatives sur la croissance à long terme.

Impact sur les transferts budgétaires intra-européens

La contribution annuelle nette du Royaume-Uni au budget de fonctionnement de l'Union (hors rabais du « chèque britannique » et dépenses communautaires au profit du pays) avoisine les cinq milliards d'euros. Si le pays rejoignait l'Espace économique européen (EEE), il serait toujours redevable d'une contribution à l'UE, mais d'un montant inférieur. Cela supposerait une charge plus importante pour les autres contributeurs nets du bloc, tandis que les bénéficiaires nets verraient leurs financements diminuer et/ou que les dépenses devraient reculer de manière générale dans toute l'Union, ce qui porterait préjudice à l'économie.

Conséquences sur les flux migratoires

Le Brexit pourrait avoir des conséquences significatives sur l'immigration, en réduisant de manière générale le nombre de personnes venant travailler au Royaume-Uni. À court et moyen terme, une sortie britannique pourrait avoir pour effet une diminution des sommes expédiées par les immigrants de l'UE vers leurs pays d'origine. Ces envois de fonds sont élevés concernant certains pays (Malte, Lituanie, Lettonie) mais plus limités pour d'autres.

À plus long terme, toutefois, le recul de l'émigration à destination du Royaume-Uni pourrait bénéficier à l'UE. Les ressortissants de l'EEE qui s'installent outre-Manche sont plutôt jeunes et diplômés. Certains pourraient choisir d'autres destinations hors Union européenne, mais il semble très probable qu'un ralentissement, voire un retournement du flux migratoire vers le Royaume-Uni, augmente la population en âge de travailler dans l'UE, ce qui aurait des répercussions positives, quoique limitées, sur la croissance tendancielle.



L'orientation politique future, un facteur clé

Concernant les implications politiques possibles du Brexit pour l'UE, la première réside dans le risque d'une diminution du poids politique de l'Union au niveau international. Cependant, le Royaume-Uni parti, nous pourrions assister à une cohésion accrue des États membres restants, ce qui renforcerait leur pouvoir de négociation combiné à l'international. Deuxièmement, l'équilibre interne des pouvoirs au sein de l'UE pourrait se trouver modifié. Le Royaume-Uni fait partie des pays les plus libéraux de l'Union, et il a souvent joué le rôle de médiateur dans la relation franco-allemande. Son départ pourrait modifier les relations entre les pays membres. Il sera ainsi plus difficile de faire adopter des textes législatifs à propos desquels la France et l'Allemagne s'opposeraient. En conséquence, le processus décisionnel communautaire pourrait se fluidifier. La troisième implication politique possible est le risque de contagion. Les sondages montrent que le soutien des populations à l'UE s'est dégradé dans de nombreux pays et que les électeurs se prononcent de plus en plus pour les partis contestataires eurosceptiques. On a également assisté à une montée en puissance du

nationalisme dans plusieurs pays membres de l'Union, tandis que l'Espagne a enregistré une poussée régionaliste avec la question de l'indépendance catalane. Tous ces éléments alimentent l'incertitude politique. Dans un tel contexte, le retrait britannique pourrait attiser les sentiments anti-européens et nationalistes. Un tel phénomène pourrait se révéler plus prononcé dans des pays hors zone euro que dans les pays de la monnaie unique qui ont surmonté avec succès les précédentes périodes de tension sur le marché.

L'orientation politique future de l'UE est cruciale pour anticiper l'évolution de son économie. La sortie britannique pourrait alimenter un sentiment anti-élites au sein des États membres restants. Du fait de l'incertitude persistante, les spreads de crédit des émetteurs périphériques de la zone euro pourraient se creuser plus durablement, ce qui affecterait les perspectives de croissance. Sachant que les ajustements budgétaires et les réformes sont encore en cours dans de nombreux pays, la question des relations nationales avec l'UE pourrait dominer le débat public – mais aussi inciter à davantage d'intégration et à une meilleure coopération au sein du bloc.

Tous les yeux sont aujourd'hui tournés vers

les dirigeants politiques des différents pays européens. Concernant leurs relations avec le Royaume-Uni, on peut se féliciter qu'un nouveau gouvernement britannique ait pu être formé rapidement, s'agissant d'un préalable nécessaire aux négociations à venir entre l'Union européenne et le Royaume-Uni. Les choix seront toutefois difficiles. D'un côté, afin de réduire le coût économique du Brexit, l'Union européenne pourrait opter pour un compromis rapide dans un cadre externe à l'UE qui préserverait la plupart des avantages d'une adhésion européenne. D'un autre côté, de tels arrangements donneraient l'impression que des accords nationaux sur mesure représenteraient une opportunité et la sortie de l'UE une option viable. Se pose ensuite la question de la vision de l'UE après le Brexit et la manière dont seront gérés les défis communs comme la sécurité, l'immigration, le chômage, l'innovation. Répondre à ces réponses de manière claire, convaincante et rapide est d'autant plus important que de multiples élections auront lieu en 2017.

William DE VIJDER

william.devijder@bnpparibas.com

Directeur de la Recherche économique
Groupe, BNP Paribas

BREXIT

La reprise en France ralentie mais pas remise en cause

- Suite au Brexit, nous avons ajusté à la baisse nos prévisions de croissance pour la France, de manière très marginale en 2016 (-0,05 point, la croissance attendue restant à 1,4 %) et plus nettement en 2017 (-0,3 point, à 1%).
- La reprise ne serait que ralentie mais la croissance se retrouverait sur un rythme peu élevé problématique car l'écart négatif de production, important, ne se résorberait plus, laissant persister les pressions bais-

sières sur les prix.

- Les exportations et l'investissement des entreprises sont les composantes du PIB les plus affectées.
- Les forces positives par ailleurs à l'œuvre et l'action attendue de la BCE devraient amortir le choc.

La Recherche économique du Groupe BNP Paribas, à la suite du résultat du référen-

dum britannique sur le Brexit, a révisé ses prévisions de croissance à l'horizon 2017. Selon nos estimations actualisées, la reprise française commençant à être mieux assise et auto-entretenu, le Brexit ne devrait que la ralentir sans la remettre en cause. La croissance reviendrait toutefois à un rythme inconfortablement peu élevé, au sens où, en étant peu ou prou égal, et non plus supérieur, à la croissance potentielle (estimée autour de 1%), l'écart négatif de production, important, ne se résorberait



BNP PARIBAS

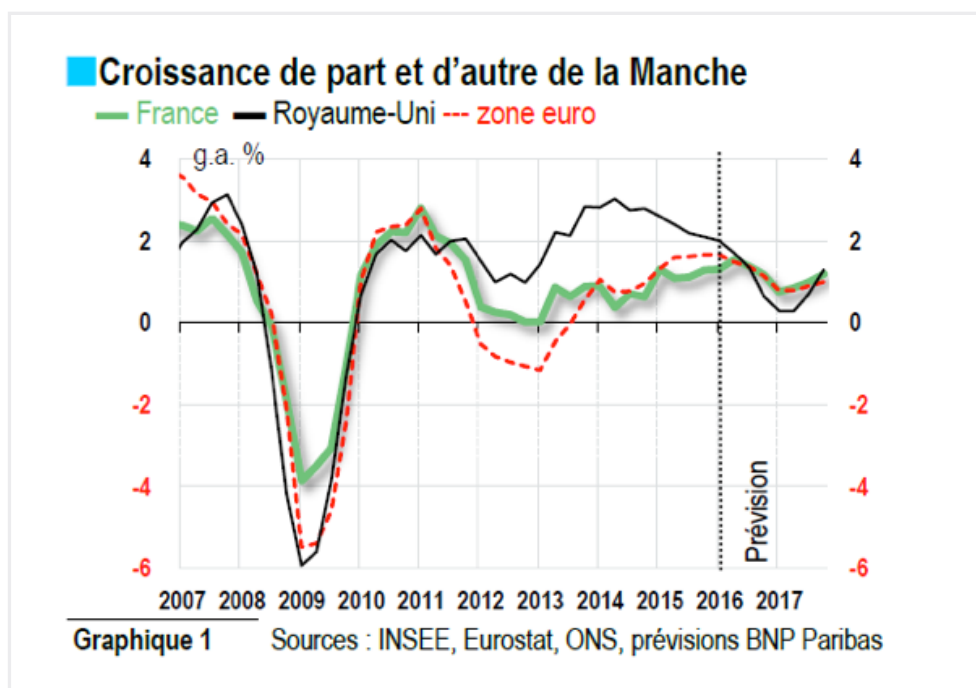
La banque d'un monde qui change

plus. Les pressions baissières sur les prix persisteraient donc, alors même que l'inflation est déjà extrêmement faible et source d'inconfort pour la BCE.

En 2016, la croissance en moyenne annuelle ne serait pas visiblement affectée : la révision en baisse se limite à 0,05 point de pourcentage et laisse la croissance attendue à 1,4%. En 2017, l'effet serait plus sensible et accentuerait la décélération anticipée avant même le Brexit : nous tablons désormais sur 1% de croissance contre 1,3% auparavant. La révision est légèrement inférieure à celle de la zone euro (-0,1 point en 2016 à 1,4%, et -0,4 point en 2017 à 0,9%) du fait de la capacité structurelle de résistance à la baisse de l'économie française et des forces conjoncturelles positives par ailleurs à l'œuvre. Ces nouvelles prévisions sont empreintes d'une incertitude plus grande qu'à l'accoutumée tant il est difficile d'appréhender l'ampleur des conséquences économiques de ce choc inédit, même à l'horizon court qui est le nôtre.

L'effet négatif transite d'abord et surtout par les exportations, doublement affectées : par le coup d'arrêt de la croissance britannique¹ et par l'appréciation de l'euro vis-à-vis de la livre sterling (+12% en deux semaines, entre le 22 juin et le 6 juillet). Les liens commerciaux entre la France et le Royaume-Uni sont, en effet, importants. Avec un poids de 7% dans les exportations françaises de biens (11% dans celles de services), le Royaume-Uni est le cinquième partenaire commercial de la France, à égalité avec les Etats-Unis, l'Espagne et l'Italie (l'Allemagne se situant loin devant, avec 16%). Le Royaume-Uni est aussi le pays avec lequel la France dégage le plus gros excédent commercial et de loin (EUR 12 milliards en 2015). Et à l'exposition directe s'ajoutent les effets du Brexit sur les autres pays de l'UE dont la moindre croissance pèsera aussi sur la demande adressée à la France.

L'investissement des entreprises devrait également être significativement affecté par, d'une part, l'incertitude générée par le Brexit, le choc de confiance et des conditions monétaires et financières moins favo-



rables² et, d'autre part, par la détérioration des perspectives de croissance. Le moindre dynamisme de l'investissement des entreprises devrait se répercuter, à son tour, sur l'emploi, dont la progression ralentie pèsera sur la consommation des ménages et devrait compromettre la légère baisse auparavant attendue du taux de chômage. L'effet négatif sur le pouvoir d'achat des ménages serait toutefois contrebalancé par la légère révision en baisse de l'inflation entraînée par l'abaissement de la croissance.

Pour contrer ces évolutions défavorables qui touchent toute la zone euro, nous nous attendons (comme cela est évoqué dans l'article précédent) à ce que la BCE prenne, prochainement, de nouvelles mesures de soutien³. Côté budgétaire, il est plus difficile d'imaginer une réponse et même de laisser seulement jouer les stabilisateurs automatiques compte tenu de l'étroitesse des marges de manœuvre dans de nombreux pays, dont la France. Toutefois, arguant du caractère exceptionnel des circonstances, un relâchement des efforts structurels pourrait être éventuellement, et temporairement, toléré par l'Europe.

Hélène BAUDCHON

helene.baudchon@bnpparibas.com

Recherche économique Groupe, BNP Paribas

1- Nous prévoyons une stagnation au second semestre 2016 jusqu'au début 2017. L'économie frôlerait la récession avant de redémarrer courant 2017 à la faveur de l'assouplissement monétaire de la Banque d'Angleterre et d'une diminution des incertitudes autour des modalités du Brexit. En moyenne annuelle, la croissance perd 0,3 point en 2016 (à 1,4% au lieu de 1,7%) et 1,4 point en 2017 (0,7% au lieu de 2,1%).

2- Via la correction des marchés actions, leur volatilité, un surcroît d'aversion au risque. Côté change, l'envolée de l'euro vis-à-vis de la livre sterling est contrebalancée par sa baisse vis-à-vis du dollar américain et du yen (respectivement -2% et -5% entre le 22 juin et le 6 juillet). Le renforcement du taux de change effectif de l'euro s'en trouve limité (+0,7% sur les deux semaines). La forte baisse des taux sans risque permet également de contenir le durcissement des conditions monétaires et financières.

3- En plus de l'annonce attendue en septembre d'une extension de six mois de son programme de QE (soit jusqu'en septembre 2017), la BCE pourrait jouer sur d'autres paramètres : augmentation du rythme mensuel d'achats ; relèvement de la part de chaque ligne obligataire qu'elle peut acquérir (de 33% à 50%) ; modification de la clé de répartition (aujourd'hui fonction de la participation des Etats au capital de la BCE) ; achat de titres à un rendement inférieur au taux de la facilité de dépôt (aujourd'hui de -0,40%). Avant cela, une baisse de 10 pb du taux de refinancement est aussi envisageable.

