

PANORAMA



Face au Brexit les entreprises britanniques vont-elles filer à l'anglaise ?

Un an après le « oui » en faveur du Brexit, vécu comme un traumatisme, l'heure est venue pour le Royaume-Uni d'accélérer la mise en œuvre de la sortie de l'Union Européenne (UE). La Première ministre Theresa May veut avoir les coudées franches en convoquant des élections législatives anticipées le 8 juin, où sa victoire est attendue.

Pour autant, les entreprises britanniques ont-elles souffert de cette décision depuis un an ? Force est de constater que l'activité du pays et des entreprises a été globalement épargnée, même si l'investissement a montré des signes de fléchissement. Seul choc notable, celui de la forte dépréciation du taux de change effectif réel de la livre sterling au second semestre 2016, qui a peu favorisé l'activité des entreprises exportatrices mais a pesé sur les coûts à l'importation.

Néanmoins, alors que la croissance montre des signes d'affaiblissement, notamment du côté de la consommation privée, cette résistance des entreprises va-t-elle durer ? En termes de visibilité, ces dernières ne sont guère plus avancées aujourd'hui qu'il y a un an. Or le chemin est encore long avant que le Royaume-Uni ne perde sa voix européenne en avril 2019, sous l'hypothèse que les négociations soient bouclées dans le temps imparti... Ce chemin sera semé d'embûches et les entreprises britanniques suivront attentivement l'évolution des négociations car les résultats du bras de fer entre le Royaume-Uni et l'UE changeront en partie leurs règles du jeu.

Elles devront ainsi faire face à de nombreux défis. À court terme, la moindre demande domestique ou la hausse des coûts pèseront sur leur activité. À long terme, la faiblesse des investissements déjà perceptible devrait se renforcer avec une moindre attractivité du pays aux yeux des investisseurs étrangers et les politiques commerciales et migratoires devraient s'avérer plus restrictives.

Dans quelle mesure ces chocs vont-ils affecter les entreprises britanniques ? Cette étude apporte des pistes de réponse en envisageant différents scénarios et examine en particulier l'impact négatif sur la croissance d'une baisse des flux migratoires avec l'UE qui avoisinerait 0,3 pt en 2019 dans notre scénario central de Brexit « modéré » et 0,6 pt dans le cas d'un scénario extrême. Globalement, des secteurs à l'image de la distribution, de l'agroalimentaire ou de l'automobile seront pénalisés dans les cinq prochaines années. À l'inverse, ceux de l'énergie ou encore de la pharmacie devraient résister davantage.

Dans ce contexte incertain et mouvant, les entreprises n'auront pas d'autre choix que d'adapter leurs stratégies. Il ne faut cependant pas oublier que le Royaume-Uni reste une destination attractive et que le Brexit n'est qu'un déterminant parmi d'autres dans la vision de long terme des entreprises. En outre, les politiques publiques pourraient aussi jouer un rôle d'amortisseur. Alors que cet environnement incertain semble devenir une norme, l'agilité reste le mot d'ordre pour les entreprises.

2
DEPUIS LE RÉFÉRENDUM :
une résilience en trompe-l'œil pour les entreprises britanniques ?

7
POST-BREXIT :
l'agilité des entreprises face à des chocs multiples



MARIE ALBERT
Responsable
risque pays



FRANÇOIS FENECH
Économiste
junior



JOHAN SPEHNER
Économiste
junior

1 DEPUIS LE RÉFÉRENDUM : UNE RÉSILIENCE EN TROMPE-L'ŒIL POUR LES ENTREPRISES BRITANNIQUES ?

Les entreprises ont plutôt bien résisté depuis un an

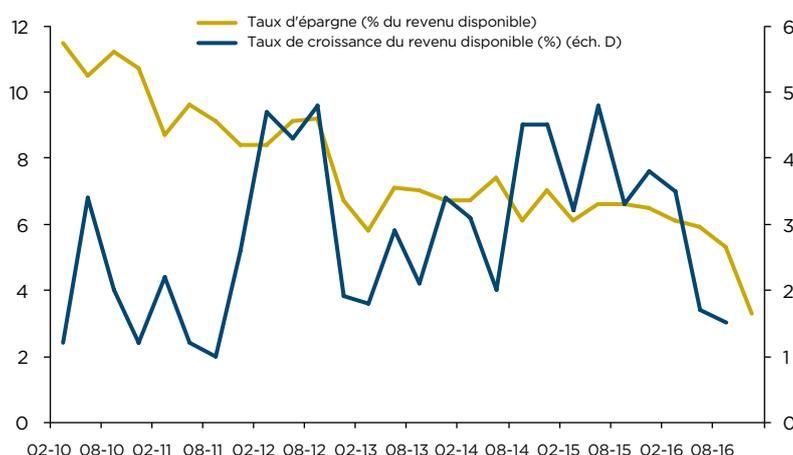
1/ Des conditions économiques internes favorables

La consommation des ménages a permis de soutenir l'activité des entreprises en 2016. Celle-ci a augmenté de 2,8 % en 2016, soit sa plus forte augmentation depuis 2007. Sa contribution à la croissance (1,8 pt) a été très supérieure à celle de l'investissement (+0,3 pt) et à celle des échanges commerciaux qui a été négative (-0,3 pt). Toutefois, après une croissance rapide du revenu disponible en 2014 et 2015 (entre 3 et 4 % par an), cette dernière a fortement diminué au cours de l'année 2016. Pourtant, les ménages ont continué à consommer davantage en épargnant moins, comme le souligne la chute du taux d'épargne qui atteint un niveau historiquement bas à 3,3 % au quatrième trimestre 2016 (Graphique 1). Parallèlement, l'endettement des ménages a connu en 2016 sa plus forte croissance depuis la crise de 2008-2009 (près de 10 % en niveau en mars 2017 sur un an) atteignant 143 % du revenu disponible en fin d'année dernière. Dans un contexte d'inflation modérée et de faible taux de chômage (4,6 % en mars 2017, un plus bas depuis juillet 1975), les consommateurs auraient aussi choisi d'effectuer des achats plus tôt que prévu, anticipant à raison une hausse future de l'inflation qui

se matérialise aujourd'hui (2,7 % en avril 2017). Ce soutien de la part des ménages a contribué à limiter l'impact du référendum du 23 juin sur la croissance et plus particulièrement sur l'activité des entreprises.

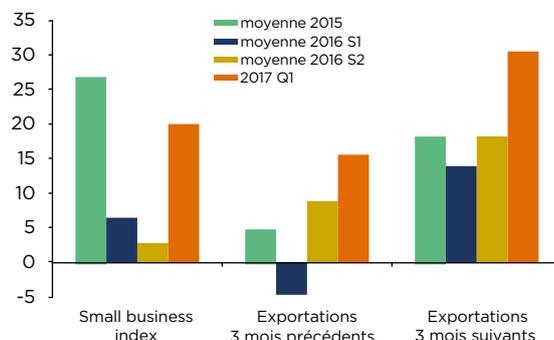
Dans ce contexte économique porteur, la situation financière des entreprises est restée favorable depuis deux ans. Les profits des entreprises ont atteint plus de 105 milliards de livres sterling au dernier trimestre 2016, soit le plus haut niveau jamais enregistré et le taux de rentabilité des capitaux investis s'est amélioré, passant de 12 % à 13 % entre 2015 et 2016 (Graphique 3). En outre, la confiance des entreprises a fortement rebondi après la chute observée juste après le référendum, en particulier chez les petites et moyennes entreprises qui ont vu leur demande particulièrement bien orientée. Selon une enquête de la *Federation of Small Businesses*¹ (FSB) au premier trimestre 2017, la confiance des petites entreprises s'est aussi significativement améliorée, se rapprochant de son niveau moyen de 2015 (Graphique 2). Toujours selon cette enquête, l'optimisme serait encore plus marqué dans le secteur manufacturier en raison d'une demande extérieure particulièrement favorable. Les entreprises exportatrices semblent tirer leur épingle du jeu : les perspectives d'exportations à horizon 3 mois sont à leur plus haut niveau depuis la création de l'enquête en 2012. Un rapport de la *Confederation of British Industry*² (CBI) confirme cette tendance en indiquant

Graphique 1 :
Taux d'épargne et croissance du revenu disponible des ménages



Source : ONS
Dernières données disponibles : Q4 2016

Graphique 2 :
Résultats de l'enquête « Voice of Small Business »
(solde d'opinion en %)



Note de lecture : les soldes d'opinions correspondent à la somme pondérée du nombre d'entreprises signalant une dégradation et celles signalant une amélioration de leur situation. Un solde positif indique une amélioration pour l'indicateur considéré.

Sources : FSB, calculs Coface

1/ FSB, "Voice of small business index, Q1 2017"

2/ CBI, "Quarterly SME Trends Survey", avril 2017

que les nouvelles commandes adressées aux PME au premier trimestre 2017 ont atteint leur point le plus élevé depuis 2013. En revanche, l'étude indique que les intentions d'investissements sont nettement inférieures à leur moyenne des dernières années.

Malgré la bonne orientation de la demande ainsi que des profits toujours élevés, les entreprises ont retardé une partie de leurs investissements en raison des incertitudes concernant le Brexit. En effet, la part de l'investissement des entreprises dans le PIB a baissé de près de 1 point depuis 2014 pour atteindre 8,8 % du PIB en 2016, soit son plus bas niveau depuis la crise (Graphique 3). La formation brute de capital fixe (FBCF) totale n'a que très légèrement augmenté en 2016 (+0,5 %, la plus faible hausse depuis 2009) mais l'investissement des entreprises a diminué de 1,5 % (la différence de dynamisme s'expliquant par le rebond de l'investissement dans l'immobilier résidentiel et l'investissement public sur la période).

Les entreprises sont également soutenues par des conditions financières très favorables. La politique monétaire de la *Bank of England* (BOE) a en effet permis de dégager des liquidités pour les entreprises via la baisse du taux directeur opérée dès juillet 2016 (de 0,5 % à 0,25 %) ainsi que l'extension du programme de rachats d'actifs, qui est passé de 375 à 435 milliards de livres sterling. Une enquête récente de la Banque Centrale³ indique également que les conditions d'accès au crédit pour les entreprises sont restées favorables et stables depuis le référendum. Toutefois, la même enquête note une chute importante de la demande de crédit des entreprises depuis le résultat du 23 juin, confirmant ainsi la frilosité des entreprises à investir dans un contexte de fortes incertitudes. La baisse de la demande de crédit a été particulièrement importante à la fin de l'année 2016 pour les grandes entreprises. La demande de crédit des petites entreprises s'est également réduite mais a montré une plus grande résilience au premier trimestre 2017 (Graphique 4). Ce phénomène de report des investissements contraste avec les bonnes performances récentes des entreprises. Ces derniers devraient rester plus fragiles durant la période des négociations entre le Royaume-Uni et l'Union Européenne (jusqu'en mars 2019) en raison des incertitudes sur l'issue de l'accord.

2/ Les exportations britanniques ont profité de manière limitée de la dépréciation de la livre sterling

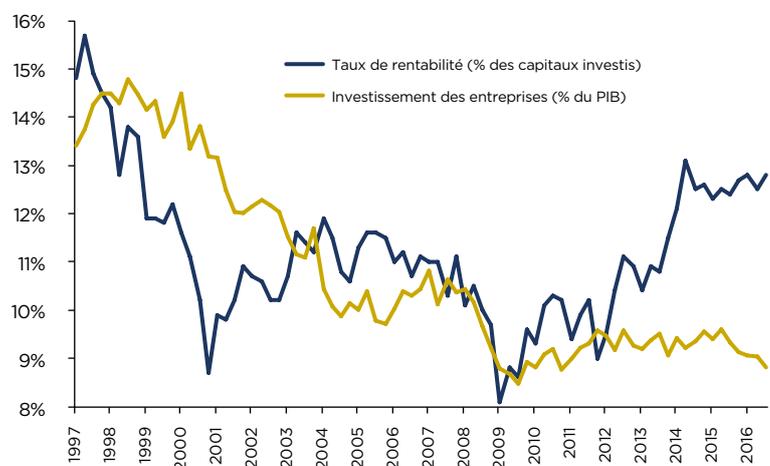
La résilience de l'économie britannique depuis le référendum s'explique également par des conditions externes plus favorables. Les exportations en volume ont crû de 9 % entre juin 2016 et mars 2017. La demande étrangère a été relativement dynamique : selon l'ONS, le volume des exportations à destination des États-Unis, qui représente 16 % des exportations totales, a connu une croissance de 15 % entre le 1^{er} trimestre 2016 et le même trimestre en 2017. Pour la zone euro, qui représente près de 45 % des exportations, la croissance des exportations sur la même période a été de 3 % avec une tendance encore plus favorable au mois de mars 2017. La Chine a également contribué à la vitalité des exportations britanniques avec une croissance de 34 % au 1^{er} trimestre 2017 par rapport au même trimestre en 2016.



Le paradoxe des entreprises : des profits au plus haut mais un investissement atone.

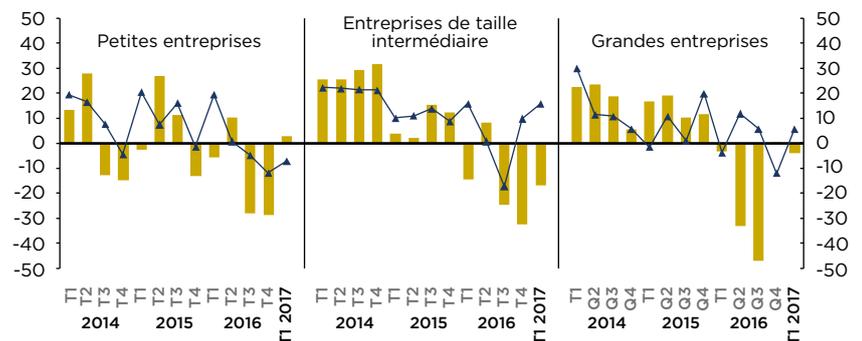


Graphique 3 : Investissement et rentabilité des entreprises



Sources : ONS, Coface
Dernières données disponibles : Q4 2016

Graphique 4 : Demande de crédit des entreprises selon leur taille (solde d'opinion en %)



Source : Bank of England

Note de lecture : les résultats correspondent aux réponses à la question suivante, posée aux prêteurs : comment la demande de crédit des petites entreprises, des entreprises de taille intermédiaire et des grandes entreprises a-t-elle changé ? Les soldes d'opinion sont calculés comme la somme pondérée des répondants signalant une dégradation et ceux signalant une amélioration de la demande de crédit. Les barres jaunes indiquent les réponses concernant le trimestre écoulé et les triangles bleus les réponses concernant le trimestre à venir. Une balance positive indique une augmentation de la demande de crédit.





Cependant, au-delà de la demande externe, le dynamisme des exportations depuis le référendum est aussi lié à la dépréciation de la livre sterling, qui apparaît, pour l'heure, comme le signe le plus visible associé au Brexit. Entre le référendum du 23 juin et le mois de mars 2017, le taux de change effectif réel de la livre sterling s'est déprécié de près de 10 %. La livre a d'abord subi une forte dépréciation entre juin et octobre 2016 de l'ordre de 15 % puis, après une période de stabilité, celle-ci s'est légèrement appréciée depuis quelques mois. Néanmoins, cette dépréciation n'a qu'un impact modéré sur la croissance des exportations en volume. Selon nos estimations, la dépréciation observée de 15 % de la livre sterling aurait un impact de 3,5 points sur la croissance des exportations au bout de 6 mois et 1,6 point au bout d'un an par rapport à un scénario sans dépréciation⁴.

L'effet assez limité de cette chute du taux de change peut être expliqué par deux raisons.

Tout d'abord, la dépréciation a aussi eu pour effet de renchérir le prix des importations pour les entreprises britanniques. L'indice de prix des importations a augmenté de près de 10 % entre juin et octobre 2016 (Graphique 5). Concrètement, cela s'est traduit par une hausse significative des coûts supportés par les entreprises. Cette augmentation est d'autant plus importante que la part des biens intermédiaires importés est particulièrement élevée dans le secteur manufacturier (environ 40 %). Parallèlement, on observe également une hausse de l'indice des prix à l'exportation (en livres sterling). Ce rebond est d'abord dû au fait qu'une partie importante des exportations britanniques est libellée en

monnaie étrangère. Dès lors, une dépréciation du taux de change entraîne un rebond mécanique du prix des exportations en livres sterling. Par ailleurs, certaines entreprises britanniques ont répercuté la hausse des coûts sur leurs prix à l'exportation afin de conserver leurs marges. Dès lors, les gains de compétitivité-prix induits par la dépréciation sont fortement limités par l'augmentation simultanée du prix des exportations en livre sterling (les termes de l'échange n'ont d'ailleurs que légèrement baissé depuis un an – Graphique 5). La deuxième raison limitant l'effet positif de la dépréciation du change est liée au fait que l'élasticité-prix de la demande étrangère est relativement faible pour les biens exportés par les entreprises britanniques, selon un rapport de la BoE⁵. Ces biens sont en effet loin d'être parfaitement substituables (comme les produits pharmaceutiques ou certains modèles automobiles). Il en résulte qu'une baisse des prix – dans la monnaie de l'acheteur – n'a qu'un impact modéré sur la demande adressée aux entreprises et donc sur le volume des exportations.

Les premiers symptômes du Brexit devraient se manifester durant la phase de négociation

Depuis début 2017, le secteur des services connaît un fléchissement, en particulier la distribution et l'hôtellerie-restauration, qui commencent à pâtir du ralentissement de la consommation des ménages résultant notamment de l'accroissement des pressions inflationnistes. Cela explique le moindre dynamisme de l'activité au premier trimestre 2017 où la croissance du PIB en variation trimestrielle s'est établie à 0,2 %, après une croissance de 0,7 % au dernier trimestre 2016. Toutefois, la production industrielle est restée soutenue, notamment dans le secteur manufacturier, qui a bénéficié de la dépréciation de la livre sterling. Durant la phase de négociations (jusqu'en mars 2019), les entreprises devraient davantage ressentir les effets négatifs liés à la décision de sortir de l'Union Européenne, mais le maintien de l'accès au marché commun au cours de la période devrait néanmoins limiter ces effets. Les conséquences négatives du Brexit pour les entreprises devraient se manifester via trois canaux de transmission : le ralentissement de la demande des ménages, la hausse des coûts des entreprises et la faiblesse de l'investissement.

4/ Ces résultats sont obtenus grâce à l'estimation de l'équation suivante :

$$\Delta EX = 3,1 \Delta PIB_M - 0,29 \Delta TCER + Q1_2006 + Q2_2006 + Q3_2006 - 0,3 (EX(-1) - PIB_M(-1))$$

où TCER le taux de change effectif réel, PIB_M le PIB mondial (avec (-1) signifiant la période précédente) et les autres variables des dummies.

5/ BOE, "Accounting for the stability of the UK terms of trade", 2009

Graphique 5 :
Taux de change et termes de l'échange (indices)



Sources : ONS, Coface
Dernières données disponibles : mars 2017

Dès 2017, les entreprises britanniques pâtiront d'un ralentissement de la consommation privée. En effet, la croissance solide de la consommation des ménages devrait se heurter aux pressions inflationnistes, qui pèsent sur leur pouvoir d'achat. L'inflation est passée de 0,6 % en juillet 2016 à 2,7 % en avril 2017, au-dessus de la cible de 2 % de la banque centrale. De plus, les ménages ont déjà largement puisé dans leur épargne. Dans ce contexte, le rythme passé de la croissance de la consommation n'apparaît pas soutenable et devrait montrer ses premiers signes d'essoufflement cette année. Ce ralentissement devrait fragiliser les entreprises britanniques, en particulier dans le secteur de la distribution qui dépend fortement de la demande domestique (le secteur a d'ailleurs été déclassé de risque moyen à risque élevé en mars 2017). Le secteur automobile serait également touché mais dans une moindre mesure car les constructeurs anticipent une croissance dynamique de la demande étrangère, selon la *Society of Motor Manufacturers and Traders* (SMMT). Ce dynamisme pourrait permettre de compenser la baisse des ventes domestiques causée par l'affaiblissement du pouvoir d'achat des ménages. En effet, 77 % de la production automobile est destinée à l'export, dont 57,5 % vers l'Union Européenne. Ainsi, l'accès au marché commun jusqu'en 2019 devrait encore jouer favorablement pour des véhicules premium voire haut de gamme. Le secteur des TIC, en particulier les télécoms, pourrait également subir les conséquences d'un ralentissement de la consommation privée.

Par ailleurs, les entreprises devraient continuer à faire face à une hausse des coûts de leurs intrants. À l'avenir, le taux de change devrait rester volatil et évoluer en fonction des négociations. Néanmoins, il est fort probable que la livre sterling reste à un niveau relativement bas en raison des incertitudes qui entourent l'issue des négociations et une nouvelle chute n'est pas à exclure en cas de matérialisation d'un scénario de « hard Brexit ». Les profits des entreprises devraient progressivement se réduire à mesure que la hausse des coûts leur impose de réduire leurs marges afin de rester compétitives. La légère hausse du prix des matières premières devrait également peser sur les marges en exerçant davantage de pressions sur leurs coûts. Selon un rapport de la *Confederation of British Industry*⁶ (CBI), les PME manufacturières ont enregistré au premier trimestre 2017 la plus forte augmentation de leurs coûts unitaires en 6 ans. La hausse des coûts devrait peu à peu être répercutée sur les prix à la consommation, accentuant les pressions inflationnistes. Le secteur de la distribution serait particulièrement affecté dans la mesure où la plupart des coûts des entreprises proviennent de l'importation de biens intermédiaires. D'autres secteurs, tels que l'automobile, le textile/habillement ou le transport devraient être fortement affectés par la dépréciation observée de



Moindre dynamisme de la consommation des ménages et attentisme : mauvais cocktail pour les entreprises.



la livre sterling. En effet, le secteur automobile est fortement dépendant des importations, notamment en provenance de l'Union Européenne (près de 50 % de la valeur ajoutée du secteur). Son intégration dans la chaîne de valeur européenne rend donc le secteur vulnérable à la hausse du prix des importations et serait fortement déstabilisée par la survenance d'un « hard Brexit ». Le secteur du textile/habillement, déjà en difficulté, connaîtrait des pressions supplémentaires sur ses marges en raison de la hausse des coûts et de la dégradation de la confiance des ménages. Néanmoins, le domaine du luxe profiterait davantage de la dépréciation puisqu'elle rend plus attractifs ces biens pour les touristes étrangers. Le secteur des transports, notamment aériens, déjà très concurrentiel, devrait subir une baisse de rentabilité puisque les coûts des entreprises sont majoritairement libellés en devises étrangères.

La persistance d'incertitudes entourant les négociations avec l'Union Européenne continuera à provoquer de l'attentisme au sein des entreprises quant à leurs décisions d'investissement. La faiblesse de l'investissement, déjà observable depuis le référendum, devrait s'amplifier durant les deux prochaines années. Les secteurs à forte intensité capitaliste, comme par exemple la métallurgie ou l'automobile, devraient être particulièrement affectés dans la mesure où leurs capacités de production futures seraient contraintes par les retards d'investissement. Le secteur automobile, qui représentait près de 10 % de la production industrielle en 2016, a déjà vu ses investissements passer de 2,5 milliards de livres sterling en 2015 à seulement 1,7 milliard en 2016 alors même que les ventes et les exportations atteignaient des plus hauts historiques. En outre, les décisions d'investissement proviennent d'actionnaires étrangers, généralement des grands groupes qui réclament des éclaircissements au gouvernement May sur sa stratégie de négociation avec l'UE. Par ailleurs, le secteur de la construction devrait être pénalisé par la baisse des investissements. En effet, les reports d'investissements devraient d'abord porter sur les plus coûteux et en particulier les constructions d'usines et d'infrastructures. Toutefois, la construction résidentielle devrait toujours être dynamique en raison de la forte demande de logements.



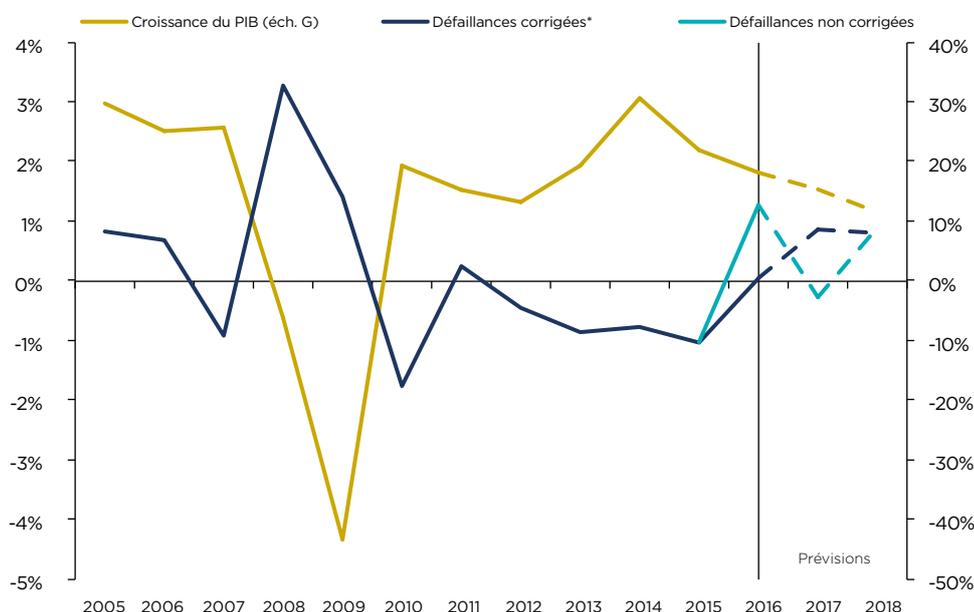


Le secteur agroalimentaire figure aussi parmi les plus susceptibles d'être affectés par le Brexit. Sa production devrait souffrir de la faiblesse de l'investissement, de la hausse des coûts des intrants ainsi que de la baisse des aides publiques européennes. Ce dernier effet se matérialisera au moment de la sortie du pays de l'UE et donc de la Politique Agricole Commune (PAC). Cette réduction des aides aux agriculteurs pourrait néanmoins être compensée par des aides plus importantes provenant du gouvernement britannique. En revanche, les secteurs relativement plus épargnés jusqu'en 2019 seraient notamment la pharmacie et l'énergie. Le secteur pharmaceutique (9 % des exportations totales en 2016) bénéficierait en effet d'une forte demande de la part des pays émergents (en particulier de Chine et d'Inde) ainsi que des États-Unis. Le secteur de l'énergie, en particulier la production d'hydrocarbures, devrait être relativement résilient à court terme. En effet, la légère hausse des prix

du pétrole a permis d'améliorer la situation des entreprises même si la faiblesse de l'investissement devrait perdurer en raison des incertitudes, pénalisant ainsi la production à long terme.

Dans ce contexte, les défaillances totales d'entreprises britanniques devraient augmenter de 8,7 % en 2017 puis de 8 % en 2018 selon nos estimations (Graphique 6). Ces estimations ont été réalisées en retirant un événement exceptionnel au dernier trimestre 2016 qui concerne les défaillances de 1 796 sociétés individuelles en raison d'un changement de réglementation. Cette hausse des défaillances s'explique de manière logique par la baisse de la croissance en 2017 et 2018, qui atteindrait respectivement 1,4 % et 1,2 %, selon nos prévisions. En conservant les chiffres officiels sans retraitement, les défaillances devraient baisser de 2,7 % en 2017 puis augmenter de 8,8 % en 2018.

Graphique 6 :
Évolution des défaillances et croissance du PIB



* Les données de défaillances sont corrigées au dernier trimestre 2016 en raison de la présence de 1 796 défaillances supplémentaires liées à un changement de réglementation.

Sources : ONS, calculs Coface
Dernières données disponibles : Q4 2016

2 POST-BREXIT : L'AGILITÉ DES ENTREPRISES FACE À DES CHOCS MULTIPLES

Le choc protectionniste devrait avoir un impact notable sur la croissance britannique

En avril 2019, les règles du jeu qui régissaient les échanges entre le Royaume-Uni et l'Union Européenne devraient changer. Ce scénario central n'est vrai que dans l'hypothèse où les négociations entre les deux parties seront finalisées à cette date, ce qui est loin d'être garanti (historiquement les négociations d'accord de libre-échange dépassent largement 2 ans). À cette date, les Britanniques perdraient leur accès sans restriction au marché unique et aux accès préférentiels des marchés non européens (33 accords de libre-échange ont été conclus couvrant l'UE et 53 pays non européens). Les entreprises britanniques, très intégrées à l'UE (destination de 45 % du total des exportations et près de 12 % du PIB), vont voir leurs coûts de transactions augmenter (contrôles douaniers, administratifs, conformité...), alors que les importations européennes représentent près de 16 % du PIB.

Nombre d'études ont été menées pour évaluer l'impact d'un choc protectionniste lié au Brexit sur la croissance britannique. Elles indiquent globalement que le PIB serait réduit de l'ordre de 5 % à horizon 2030 dans le cas d'un scénario favorable (soft Brexit) par rapport à une absence de Brexit (soit -0,3 pt de croissance par an entre 2016 et 2030) et d'environ 7,5 % dans le cas d'un scénario pessimiste (hard Brexit)⁷. En effet, plusieurs scénarios peuvent être considérés selon le degré plus ou moins restrictif de la politique commerciale.

Dans le cas d'un scénario pessimiste (« hard » Brexit), le Royaume-Uni, alors hors de l'Espace économique européen et de l'Union douanière, voit ses échanges commerciaux régis par les règles de l'OMC. Les entreprises se retrouvent face à une forte hausse des coûts à l'importation en raison de l'accroissement des barrières tarifaires et non tarifaires, et perdraient notamment le passeport financier⁸. Toutefois, le pays devra toujours exporter en respectant les règles de l'UE mais devrait aussi renégocier tous ses accords commerciaux qui sont régis par les accords entre l'UE et les pays hors UE, ce qui prendrait du temps. Dans ce scénario, l'OCDE estime que les importations de produits intermédiaires utilisés dans la chaîne de valeur chuteraient de 9 % par rapport à un scénario sans sortie de l'UE. Le tarif moyen

avoisinerait 3 % mais serait beaucoup plus élevé pour l'automobile (10 %) ou encore le tabac (70 %), tandis que les services financiers ne sont pas à l'abri de contraintes de réglementation supplémentaires. Au final, en termes d'activité, les secteurs susceptibles d'être affectés par le choc commercial sont l'agriculture (-7 %) qui exporte massivement vers l'UE ou encore le secteur des équipements de transport (-12 %) selon l'OCDE. L'organisation estime que les exportations totales seraient réduites de 8 % dans ce scénario.

Dans le cas d'un accord avec l'UE (scénario central « soft » Brexit que nous estimons le plus probable), un accord similaire à celui réalisé avec la Norvège avec des conditions plus favorables est conclu. Le pays ne peut influencer la réglementation mais continuerait à contribuer au budget européen, à être exempté de barrières tarifaires et de quotas et permettrait au secteur financier d'avoir un maintien de son passeport afin d'accéder au marché européen. Dans ce scénario, l'OCDE considère notamment que les exportations seraient réduites de 6.4 % par rapport à un scénario sans sortie de l'UE.

Évidemment, le scénario de sortie peut prendre bien d'autres formes que ceux évoqués ci-dessus. En effet, un compromis entre les deux parties pourrait également être trouvé avec des accords bilatéraux (cf. accord UE/Suisse), avec un impact modéré sur la croissance.

Les entreprises devraient souffrir d'un déficit d'attractivité

Sortir de l'Union Européenne ne se limite pas à s'acquitter d'obstacles tarifaires mais signifie aussi perdre de l'attractivité. En effet, aux yeux des investisseurs étrangers l'accès au marché commun est un déterminant clé dans la prise de décision, le pays offrant une base pour échanger avec le reste de l'Europe. Ces derniers seront tentés lors du Brexit de rediriger leurs investissements vers d'autres pays européens (alors même que le contexte d'incertitude est déjà nuisible aux investissements).

Or les investissements directs étrangers jouent un rôle majeur au Royaume-Uni : le pays est la principale destination d'IDE en Europe. Les flux d'IDE entrants ont atteint presque 40 Mds USD en 2015 et représentaient 8 % de la FBCF. Essentiellement

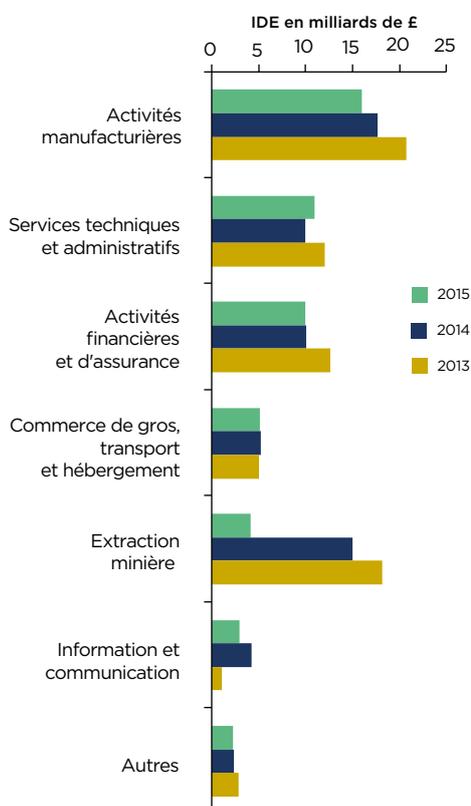
7/ OECD Economic Policy paper, « The economic consequences of Brexit: a taxing decision », avril 2016. Le Trésor britannique estime par exemple que l'impact à horizon 2030 avoisinerait -3,8 % du PIB dans le cas où le pays resterait membre de l'Espace économique européen (soft Brexit à l'image du modèle norvégien) et -7,5 % dans le cas d'absence d'accord (hard Brexit, retour aux règles OMC).

8/ Grâce au passeport financier européen les entreprises au sein de l'UE peuvent vendre leurs produits et leurs services au sein du bloc européen en étant régulées dans un unique pays.



en provenance des États-Unis et de l'Allemagne, ces stocks d'IDE sont particulièrement importants dans le secteur financier (46 % du stock total), l'information et la communication (19 %) puis les transports et la logistique (8 %). Les flux ont été notamment très importants dans ces secteurs en 2015 (entre 10 et 16 Mds de livres sterling), notamment dans les secteurs manufacturier, techniques et administratifs aux entreprises ainsi que des services financiers et d'assurance (Graphique 7). Cela signifie par conséquent une moindre innovation et moins de R&D dans ces secteurs. Cet affaiblissement des IDE induit par les perspectives du Brexit aura un impact négatif sur l'investissement des entreprises et l'accumulation du stock de capital. En particulier, les multinationales (les 25 plus grandes entreprises ont reçu 51 % des avoirs d'IDE en 2015) vont être pénalisées et vont aussi devoir intégrer des contraintes juridiques supplémentaires induisant des coûts. Sans compter qu'une dégradation des conditions de financement n'est pas non plus à exclure, même si les marchés anticipent la sortie du Brexit (chute du taux de change, de la bourse ou hausse des taux pour les emprunts obligataires des entreprises...).

Graphique 7 :
Flux d'IDE entrants par industrie



Source : Office for National Statistics
Dernières données disponibles : 2015



Le secteur automobile figure parmi les plus vulnérables face au Brexit.



Les études quantitatives indiquent ainsi que la perte de l'accès au marché commun aurait ainsi des conséquences significatives sur les IDE : en moyenne l'appartenance à l'UE permet d'accroître les flux d'IDE de l'ordre de 28 %⁹ tandis qu'une sortie du Royaume-Uni entraînerait une chute des IDE de l'ordre de 22 %. Cette perte d'investissement induirait une baisse de la productivité (moindre progression technologique et des pratiques managériales et moindres *spillovers* positifs) et abaisserait les revenus réels de l'ordre de 3,4 %¹⁰. L'OCDE suppose quant à elle une chute de l'investissement entrant comprise entre 10 et 45 % selon le type de scénario de sortie de l'UE retenu.

Parmi les secteurs où l'impact serait élevé comme déjà évoqué dans la première partie, l'automobile figure en bonne place. *Head et Meyer* (2017)¹¹ estiment d'une part que les coûts des échanges devraient croître, rendant la production britannique moins attractive relativement au reste de l'Europe, et d'autre part que les coûts de coordination entre les sièges sociaux et les sites de production locaux augmenteraient. La restriction de l'immigration (cf. partie suivante) et la régulation pourraient rendre la R&D, les services aux consultants et l'ingénierie plus coûteuse. En conséquence, la production automobile chuterait de l'ordre de 12 % selon l'étude (près de 180 000 voitures) car les constructeurs automobiles à l'image de BMW pourraient délocaliser, et les prix pour le consommateur britannique augmenteraient de l'ordre de 2,6 % (hausse des prix à l'import).

Dans le cas des services financiers, les perspectives sont assez floues alors que le secteur est l'un des plus larges récipiendaires d'IDE entrants. Le secteur pourrait perdre son passeport européen mais devra toujours se plier aux règles européennes pour ses transactions avec l'UE. Néanmoins, il est possible que le pays puisse négocier un accès à l'image de la Norvège mais la situation devrait être clairement moins favorable que par le passé. Selon Ernst&Young, 222 institutions financières envisageraient déjà de délocaliser des activités en dehors du pays, en raison de la possible transformation de leurs succursales en filiales qui pourrait être exigée par la BoE. Cela impliquerait une augmentation de leurs fonds propres d'environ 40 Md€ selon le Boston Consulting Group. En outre, les activités de compensation en euro à Londres pourraient

9/ Bruno, R., N. Campos, S. Estrin and M. Tian "Gravitating towards Europe: An Econometric Analysis of the FDI Effects of EU Membership", 2016.

10/ CEP, "The impact of Brexit on foreign investment in the UK", Dhingra & al, 2016.

11/ CEPR Discussion Paper No. 10797., Head, K. and Mayer, T., "Brands in Motion: How frictions shape multinational production", 2016.

être mises en péril au vu de la proposition de la Commission européenne de potentiellement relocaliser les activités de compensation en euro sur le territoire de l'UE, ce qui pourrait non seulement accroître les coûts d'investissement mais au pire engendrer des risques sur la stabilité financière.

Les entreprises vont devoir faire face à des pénuries de main-d'œuvre dans certains secteurs

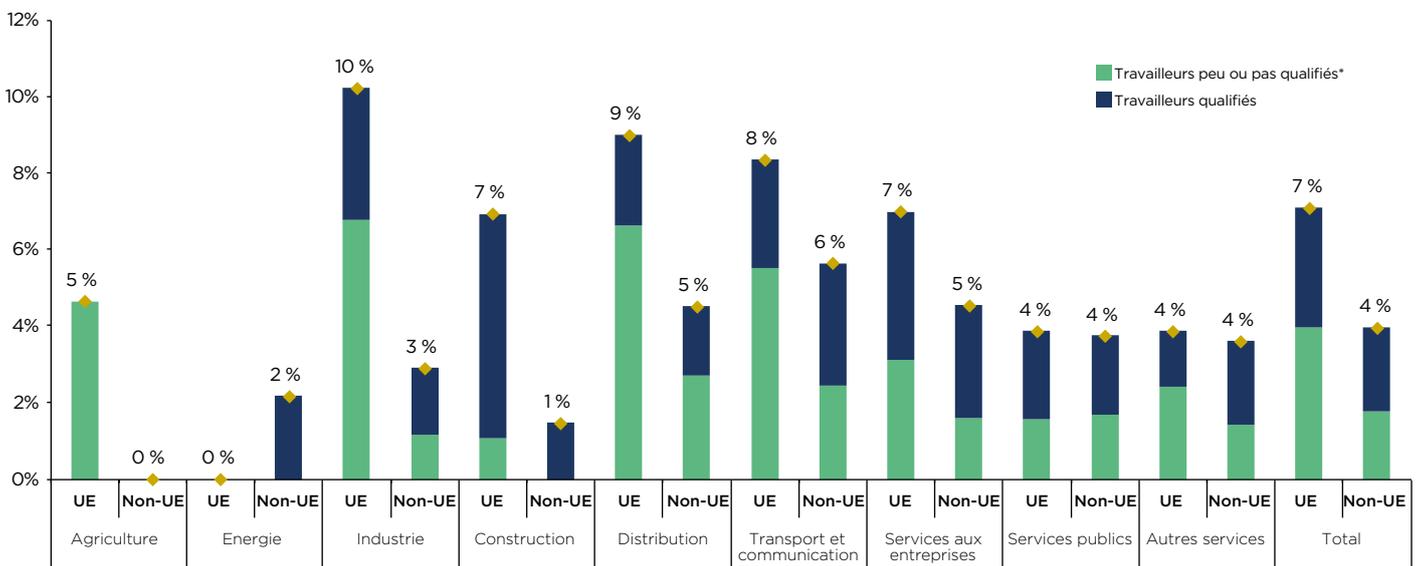
Alors que le Royaume-Uni souhaite clairement durcir sa législation en matière d'immigration, les modalités restent floues. Le pays devrait introduire des restrictions à l'encontre de la liberté de circulation des personnes (de façon unilatérale) et Theresa May a indiqué qu'elle voudrait réduire l'immigration nette à quelques dizaines de milliers en réaffirmant qu'il était important d'assurer un niveau soutenable. Néanmoins, ce discours apparaît peu crédible aux yeux de la population : selon une enquête d'Ipsos Mori réalisée fin avril auprès de 1 000 personnes, 18 % de la population seulement estime qu'elle

atteindra cet objectif. En outre, le dernier rapport de l'IFG¹² met en évidence que les règles sur les droits des 3 millions d'Européens vivant au Royaume-Uni devront être revues et qu'il est peu probable que le nouveau régime soit implémenté en deux ans (compte tenu des performances passées, le rapport table plutôt sur 5 ans) et nécessitera une phase d'implémentation progressive post-Brexit qui pourrait durer plusieurs années.

Concrètement, nous pouvons envisager plusieurs scénarios selon le degré plus ou moins restrictif de la politique migratoire (cf. détail encadré). Notre scénario central (« soft » Brexit) nous invite à réduire le flux des entrants européens de l'ordre de 1/3 ce qui conduirait à une perte de croissance potentielle de 0,3 pt de PIB en 2019 (soit de la même ampleur que le choc protectionniste dans le même type de scénario), résultant à la fois du choc sur la productivité et l'emploi (et 0,6 pt dans le cas d'un scénario extrême de « hard Brexit » avec une très forte réduction de l'immigration en provenance de l'UE à hauteur de 2/3).

La mise en place d'une politique migratoire très

Graphique 10 :
Part de travailleurs étrangers dans chaque secteur par nationalité et par niveau de qualification



Source : Office for National Statistics (2016), calculs Coface.

Note de lecture : L'ensemble des travailleurs de nationalité étrangère appartenant à l'UE représentent 7 % des emplois dans le secteur de la construction. Les travailleurs qualifiés de nationalité étrangère appartenant à l'Union européenne représentent 6 % de l'emploi dans le secteur de la construction au Royaume-Uni.

*La distinction entre travailleurs qualifiés et travailleurs non qualifiés reprend les distinctions opérées par l'ONS : la catégorie travailleurs qualifiés est définie comme la catégorie regroupant les catégories « High » (ex : ingénieurs, professeurs) et « Upper middle » (ex : électriciens) tandis que la catégorie des travailleurs pas ou peu qualifiés regroupe les catégories « Low » (ex : techniciens de surface, serveurs) et « Lower middle » (ex : assistants maternels).

Quel impact d'une baisse des flux migratoires sur la croissance potentielle ?

TROIS SCÉNARIOS D'IMPACT DU BREXIT SUR LES FLUX MIGRATOIRES

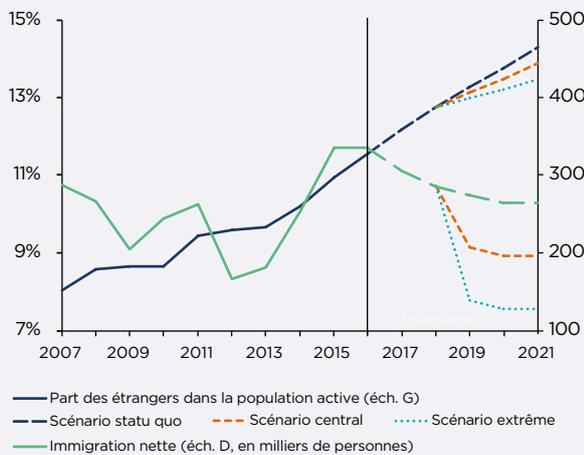
Nos prévisions s'articulent autour de trois scénarios, du plus au moins probable^a : un scénario central de réduction modérée de l'immigration européenne, un scénario extrême de forte réduction de l'immigration en provenance de l'UE et un scénario optimiste de maintien

des conditions actuelles (scénario statu quo - immigration nette évaluée à 276 000 personnes en 2019 -). Le scénario central traduit la volonté des autorités britanniques de réduire l'immigration en provenance de l'UE, impliquant ainsi une remise en cause du principe de libre

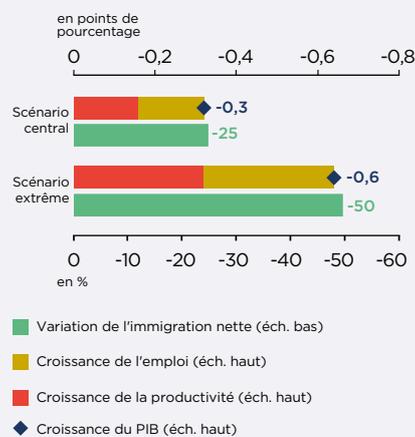
circulation des personnes et des travailleurs. Dans ce scénario, l'immigration brute en provenance de l'UE est réduite d'un tiers à partir de 2019, une fois la sortie de l'UE devenue effective, tandis que l'émigration brute à destination de l'UE est réduite dans une bien moindre mesure,

soit une réduction de l'immigration nette de 70 000 personnes. Dans le scénario extrême, le flux brut d'immigration en provenance de l'UE est réduit de deux tiers à partir de 2019 également et la réduction de l'émigration est doublée, soit une réduction de l'immigration nette de 136 000 personnes^b.

Graphique 8 :
Évolution de l'immigration nette et de la part des étrangers dans la population active



Graphique 9 :
Écart en 2019 par rapport au scénario statu quo



Sources : ONS, calculs Coface.

L'IMPACT D'UNE RÉDUCTION DE L'IMMIGRATION EUROPÉENNE SUR LA CROISSANCE POTENTIELLE BRITANNIQUE

La réduction de l'immigration nette affecte négativement la croissance potentielle à travers deux effets principaux, qui traduisent la composition particulière du flux d'immigrés. Dans la mesure où les immigrés se caractérisent par une part élevée de 15-64 ans et de travailleurs qualifiés relativement au reste de la population, un double choc résulte de la baisse de l'immigration nette : un choc démographique affectant négativement la croissance de l'emploi et un choc sur la productivité lié à une moindre croissance du stock de capital humain. En outre, l'impact de la baisse de l'immigration nette sur la croissance de l'emploi serait d'autant plus fort au

Royaume-Uni que la hausse de la population active sur la période récente est en grande partie tirée par l'augmentation du nombre de travailleurs étrangers^c, notamment au vu du vieillissement de la population britannique. La part des étrangers dans la population active est ainsi passée de 8 % en 2007 à 11,6 % en 2016 sans que l'immigration nette n'augmente drastiquement (Graphique 8). S'agissant de l'impact sur la productivité, l'effet d'une baisse de l'immigration nette est particulièrement marqué au Royaume-Uni, sachant que le niveau de qualification des immigrés y est relativement élevé (Graphique 10 page 9). L'impact d'une baisse de l'immigration nette est ainsi

calculé en cumulant les effets sur l'emploi et sur la productivité tel que : $\Delta \text{PIB} = \Delta \text{emploi} + \Delta \text{productivité}$. En théorie, une hausse de l'immigration nette a un impact positif sur la productivité si la contribution des flux migratoires au stock de capital humain est suffisamment élevée pour compenser la dilution mécanique du capital liée à l'augmentation de la force de travail (Mankiw et al., 1992). Selon Boubtane et al. (2013)^d, une hausse de 50 % de l'immigration nette entraîne ainsi une hausse de 0,32 % de la productivité au Royaume-Uni. Nous avons conservé cette élasticité pour calculer l'impact sur la croissance du PIB, avec l'hypothèse que les effets sont

symétriques à la baisse, car l'effet sur la productivité identifié par les auteurs est net du mécanisme de dilution de la productivité. Concernant l'emploi, nous faisons l'hypothèse que son évolution suit celle de la population active (projection ONS corrigée).

Ainsi, l'impact négatif sur la croissance potentielle d'une baisse des flux migratoires avec l'UE est évalué à 0,3 point de croissance en 2019 dans le scénario central et à 0,6 point dans le scénario extrême (Graphique 9). Dans chacun des scénarios, la contribution de l'effet sur l'emploi est au final la même en 2019 que celle de l'effet sur la productivité.

a) Notre estimation se concentre uniquement sur l'impact d'une baisse des flux avec l'UE, sans prendre en compte les effets du Brexit sur le stock de travailleurs européens au Royaume-Uni, et sans compensation de la baisse des immigrés en provenance de l'UE par l'immigration en provenance des pays tiers.
b) Nos prévisions de flux de migration nets sont construites à partir des dernières projections de flux migratoires de l'ONS réalisées en 2014, que nous avons corrigées de l'écart avec les données réelles les plus récentes. La correction apportée aux projections ONS est par ailleurs en ligne avec les prévisions de l'Office for Budget Responsibility (OBR).

c) Entre le premier trimestre 2016 et le premier trimestre 2017, le nombre de travailleurs britanniques a augmenté de 179 000 personnes pour atteindre 28,31 millions selon l'ONS, tandis que le nombre de travailleurs étrangers a augmenté de 207 000, dont 171 000 Européens, cumulant ainsi à 3,55 millions (2,32 millions pour les Européens).
d) Boubtane, E. and J.-C. Dumont, "Immigration and Economic Growth in the OECD Countries 1986-2006: A Panel Data Analysis", Documents de Travail du Centre d'Économie de la Sorbonne, No. 2013.3, 2013



restrictive aura des conséquences pour certains secteurs. Le nombre d'immigrants en provenance de l'UE a été multiplié par trois en 20 ans pour atteindre 3,3 millions de personnes soit 16 % de la population. L'immigration nette a quant à elle atteint 273 000 personnes sur un an en septembre 2016. La part des Européens dans le total des migrants avoisine 45 % selon l'ONS (268 000 personnes), d'où un impact sur l'activité potentiellement important. La proportion de Polonais est particulièrement forte (29 %). L'immigration européenne, souvent qualifiée, permet de répondre à de véritables besoins des entreprises en termes de main-d'œuvre et joue un rôle non négligeable dans certains secteurs, notamment dans le secteur manufacturier (10,2 % des employés), le commerce de gros et de détail (9 %), le transport et la communication (8,3 %) et les services financiers et commerciaux (7 %). La part des qualifiés (que nous définissons comme les catégories moyennement supérieure et haute) est particulièrement importante (plus d'un tiers en moyenne des travailleurs européens dans ces secteurs, Graphique 10). Les inquiétudes sur l'évolution de la politique migratoire ont amené de nombreux groupes industriels à alerter le gouvernement via une douzaine de formulaires de soumission afin de maintenir un système migratoire flexible vis-à-vis de l'UE¹³. Le groupe Russell qui inclut des universités comme Cambridge et Oxford a également souligné le risque important d'attirer moins de talents (risque pour la recherche, l'éducation et l'innovation...).

Par ailleurs, l'impact d'une réduction de l'immigration sur le marché du travail pourrait être significatif ne serait-ce qu'au vu de la faiblesse de la main-d'œuvre disponible. Non seulement le réservoir de main-d'œuvre est déjà relativement faible dans un

contexte de taux de chômage bas (4,6 % en mars) mais la substitution de travailleurs européens par de la main-d'œuvre britannique est loin d'être évidente avec des problèmes d'appariement sur le marché du travail. Au vu du rôle des sociétés internationales implantées au Royaume-Uni, un affaiblissement de l'immigration pourrait également nuire à la qualité managériale, comme le souligne l'OCDE.

Les entreprises devront faire preuve d'agilité afin de faire face à ce bouleversement

Au final, la combinaison de ces chocs de court terme et de long terme indique que les secteurs les plus exposés sont nombreux, à l'image de l'automobile, de la distribution, de l'agroalimentaire tandis que les secteurs de la pharmacie ou de l'énergie devraient davantage résister.

Le schéma ci-dessous indique le risque associé à chaque secteur et lié au Brexit sur les cinq prochaines années. Il combine ainsi à la fois (i) le risque de court terme (avant avril 2019) associé à l'impact de la dépréciation du taux de la livre sterling qui augmente l'inflation et les coûts à l'importation et des moindres investissements dans le contexte de négociation des modalités (cf. détail de la partie I) et (ii) le risque de plus long terme associé à l'impact lié à la sortie du Royaume-Uni de l'UE qui implique la hausse des barrières tarifaires, la baisse de l'attractivité des IDE et la réduction de l'immigration (cf. partie II).



IMPACT SECTORIEL DU BREXIT (2017-2022)* :



Dans un scénario de Brexit modéré, la perte d'immigration européenne aurait un impact de 0,3 point sur la croissance (contre 0,6 point dans le cas d'un Hard Brexit).



13/ www.parliament.uk/business/committees/committees-a-z/lords-select/economic-affairs-committee/inquiries/parliament-2015/brexit-and-the-labour-market/brexit-and-the-labour-market-publications.



■ ■ ■

Certes, le choc du Brexit est source d'inquiétudes pour les entreprises mais ce n'est pas le principal déterminant de leurs actions. L'enquête de EY sur l'attractivité de l'Europe publiée en janvier 2017¹⁴ souligne que la volatilité des marchés (change, matières premières...) et l'instabilité économique et politique au sein de l'UE sont les principales préoccupations des investisseurs du continent devant le Brexit, selon les 254 répondants. Cette enquête met cependant en évidence que 34 % des investisseurs interrogés voient l'attractivité du Royaume-Uni diminuer contre seulement 16 % lors de l'enquête de mars 2016 avant le référendum. Les investisseurs européens sont les plus pessimistes (43 %) et le Brexit est une source d'inquiétudes plus forte pour les entreprises étrangères implantées au Royaume-Uni que pour les autres.

Les entreprises ont déjà l'habitude d'évoluer dans un contexte économique incertain, volatil, et en pleine mutation, notamment technologique. La structure des échanges évolue profondément avec la transformation des chaînes de valeur, la régionalisation des échanges ou encore

la montée en puissance du numérique (services et biens digitalisés, big data etc.) comme le souligne l'Institut Friedland¹⁵. Certes, la complexité des chaînes des valeurs ne permet pas d'opérer un changement rapide (établissement de normes, transfert de savoir-faire, confiance...) mais la modification de la nature des flux rend les barrières commerciales plus inefficaces et les entreprises s'adaptent rapidement à de nouvelles formes de protectionnisme. Les entreprises doivent désormais faire preuve d'agilité, bénéficiant

de la mise en place de nouvelles barrières moins traditionnelles (notamment obligations en contenu local ou de localisation), là où les mesures protectionnistes classiques nuisent à leur activité. Le numérique a également favorisé l'émergence de formes de protection liées au droit de la concurrence ou encore à la fiscalité par exemple.

Dans ce contexte, la menace protectionniste, même si elle se renforce, n'est pas une nouveauté et le Royaume-Uni reste malgré tout une destination attractive. Même si elles ont l'habitude d'y faire face et agissent dans une optique de long terme, les entreprises vont certes devoir vivre désormais dans un environnement plus protectionniste : les bienfaits de la mondialisation sont aujourd'hui de plus en plus remis en question et l'arrivée de D. Trump à la tête

des États-Unis va dans le sens d'un affaiblissement de l'ouverture commerciale. Le Brexit ne remet pas totalement en cause l'attractivité structurelle du pays qui restera caractérisée par des avantages comparatifs notables. Les investisseurs recherchent de la stabilité, un bon climat des affaires, ce qu'offre le Royaume-Uni (7^e sur 190 dans le classement *Doing Business*) : transparence, bonne gouvernance, force des marchés financiers, marché du travail à la fois flexible, de qualifié et diversifié, compétences dans de nombreux domaines de recherche ou technologiques, fiscalité attractive... Certes, certains de ces points forts seront affectés par le Brexit mais dans une certaine mesure. Londres reste d'ailleurs la ville la plus attractive en Europe selon l'enquête, bénéficiant notamment d'un environnement cosmopolite et d'un écosystème d'affaires.

Face à la menace du Brexit, les entreprises peuvent opter pour plusieurs stratégies. Depuis le référendum, et même si la plupart n'avaient pas anticipé les résultats, les entreprises ont prioritairement dû atténuer la hausse des coûts liés à la dépréciation du change et l'impact sur la chaîne d'approvisionnement, mettre à jour les contrats avec les clients, voire ensuite commencer à rechercher de nouvelles opportunités d'affaires. L'enquête d'EY indique que 71 % des investisseurs étrangers ressentent déjà l'impact de la décision de sortir de l'UE. Les entreprises, qui ont deux ans pour se préparer à la sortie de l'UE, doivent donc faire preuve de flexibilité et d'agilité, en élaborant des scénarios ou en s'emplantant à accroître leurs marges de manœuvre pour faire face au choc à venir selon leur degré de vulnérabilité. Leur stratégie pourra s'affiner avec une meilleure connaissance des modalités de sortie au fur et à mesure des négociations. La spécificité de chaque secteur ou encore la taille de l'entreprise rendent difficile la généralisation des stratégies :

- **Les entreprises exposées, de petite taille qui ont une faible résistance financière** risquent de disparaître ou de se restructurer via des fusions/acquisitions. Certaines pourraient faire évoluer leur business model afin de développer leur résilience. Des changements sont à attendre pour les stratégies d'investissement dans les services financiers (cf. perte potentielle du passeport) et les secteurs intensifs en technologie (des PME peuvent par exemple craindre une perte de financements extérieurs). L'influence de l'industrie pharmaceutique pourrait par exemple décroître avec le départ de l'Agence européenne des médicaments de son siège londonien.

- **D'autres compagnies devraient réaliser des ajustements dans leurs stratégies sectorielles ou géographiques en se déportant vers d'autres segments plus porteurs.** L'enquête d'EY indique que 14 % des compagnies actives au Royaume-Uni souhaiteraient transférer une partie ou l'ensemble de leur activité



**Malgré le Brexit,
le Royaume-Uni reste
une destination attractive
pour les entreprises.**



14/ EY, "Plan B... for Brexit A boardroom view on investment and location strategies in Europe", janvier 2017

15/ Institut Friedland, Corinne Vadcar, « Les stratégies des entreprises au défi du protectionnisme », avril 2017

dans les trois prochaines années. Dans le cadre de cette stratégie de relocalisation, les principales destinations alternatives citées sont de loin l'Allemagne, puis ensuite la France, l'Irlande ou les Pays-Bas. D'autres destinations à l'image de l'Italie, l'Espagne ou encore des pays d'Europe centrale et de l'Est (République Tchèque, Hongrie, Pologne qui ont une main-d'œuvre qualifiée, des coûts attractifs, un bon environnement des affaires) sont également mentionnées. Cependant, cette relocalisation ne serait pas déterminée uniquement par le Brexit comme expliqué précédemment (contexte de mutations technologiques mais aussi sources de demande provenant davantage des émergents).

• **Sur le plan des besoins en termes de main-d'œuvre,** les entreprises sont d'ores et déjà amenées à anticiper la moindre liberté de circulation ce qui peut faire évoluer les stratégies de recrutement et de formation. Alors que les perspectives sont incertaines, les entreprises peuvent décider de geler le recrutement des effectifs ou de les réduire, voire de tenter de recentrer la force de travail autour des travailleurs britanniques, tout en se heurtant à des problèmes de substituabilité et de disponibilité. Elles pourraient voir également leurs coûts de conformité et de fiscalité augmenter en utilisant par exemple davantage de travailleurs temporaires ne provenant pas de l'UE.

Enfin, l'évolution des politiques publiques pourra également jouer un rôle pour amortir le choc du Brexit et peut être de nature à influencer les stratégies des entreprises. En particulier des changements en termes de fiscalité sont possibles. Il est en effet probable qu'une réduction du taux d'imposition sur les entreprises (de 20 % à 17 % d'ici 2020) s'opère afin de favoriser l'attractivité vis-à-vis des entreprises étrangères frileuses dans ce contexte de Brexit. Ainsi, la perte d'avantages comparatifs pourrait être limitée si le gouvernement met en place des mesures incitatives.

RÉSERVE

Le présent document reflète l'opinion de la direction de la recherche économique de Coface, à la date de sa rédaction et en fonction des informations disponibles ; il pourra être modifié à tout moment. Les informations, analyses et opinions qu'il contient ont été établies sur la base de multiples sources jugées fiables et sérieuses ; toutefois, Coface ne garantit en aucun cas l'exactitude, l'exhaustivité ou la réalité des données contenues dans le présent document. Les informations, analyses et opinions sont communiquées à titre d'information et ne constituent qu'un complément aux renseignements dont le lecteur dispose par ailleurs. Coface n'a aucune obligation de résultat mais une obligation de moyens et n'assumera aucune responsabilité pour les éventuelles pertes subies par le lecteur découlant de l'utilisation des informations, analyses et opinions contenues dans le présent document. Ce document ainsi que les analyses et opinions qui y sont exprimées appartiennent exclusivement à Coface ; le lecteur est autorisé à les consulter ou les reproduire à des fins d'utilisation interne uniquement sous réserve de porter la mention apparente de Coface et de ne pas altérer ou modifier les données. Toute utilisation, extraction, reproduction à des fins d'utilisation publique ou commerciale est interdite sans l'accord préalable de Coface. Le lecteur est invité à se reporter aux mentions légales présentes sur le site de Coface.

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France

www.coface.com

**coface**
FOR SAFER TRADE