

BREXIT & L'ÉCONOMIE

Mesurer le coût économique de la sortie du marché unique

Le coût du Brexit se diffuse à travers quatre canaux de la balance des paiements — biens, services, investissement et revenus —, chacun à une vitesse différente. Selon les dernières estimations, le PIB britannique se situe 6 à 8 % en deçà de sa trajectoire hors Brexit.

Étienne Lavenant, Adrian Forest

Contributeurs : Benjamin Vauchy, Eduardo Leite, Oscar Renaud, Colin Vogel

Résumé

Le Brexit a affecté l'économie britannique à travers quatre canaux de la balance des paiements, chacun opérant à une vitesse différente. Sur les biens, le Brexit a réduit les importations britanniques en provenance de l'UE de 25 % par rapport au reste du monde (Freeman et al., 2022). En 2025, les exportations britanniques de biens vers l'UE demeurent inférieures de 18 % à leur moyenne 2017-2019, et de près de soixante points en deçà de leur trajectoire hors Brexit. Le nombre de micro et de petits exportateurs vers l'UE a chuté respectivement de 31 % et de 22 % entre 2019 et 2024, tandis que les plus grandes entreprises sont parvenues à maintenir leurs échanges. Les prix alimentaires ont augmenté de 6 % (210 £ par ménage), le décile le plus pauvre supportant un coût supérieur de 52 % à celui des ménages les plus aisés.

Sur les services, la détérioration est antérieure au Brexit. Les exportations britanniques de services vers l'UE reculaient déjà de 5,7 % par an entre 2016 et 2019 (Du et Shepotylo, 2022), soit un manque à gagner de 18,5 milliards de livres par an. L'exception concerne les exportations de services financiers qui ont progressé en valeur absolue (+56 % vers l'UE d'ici 2024), mais la part de l'UE dans les exportations britanniques est tombée de 40 % à 30 %, les États-Unis dépassant l'UE comme premier marché de Londres. Environ 900 milliards de livres d'actifs bancaires — 10 % du système britannique — ont été transférés ou réorientés vers l'UE depuis 2016.

Sur l'investissement, le stock d'IDE entrants de l'UE au Royaume-Uni a continué de croître en agrégat, mais avec des divergences importantes entre États membres : ainsi l'IDE allemand a reculé de 70 milliards d'euros (2015) à 59 milliards (2024). L'IDE sortant du Royaume-Uni vers l'UE semble avoir reculé d'environ 166 milliards d'euros. La position nette d'investissement direct, excédentaire au milieu des années 2010, est devenue négative à partir de 2017 et a atteint un déficit de 346 milliards d'euros en 2022.

Selon Bloom et al. (2025), le PIB britannique en 2025 est inférieur de 6 à 8 % à son contrefactuel hors Brexit : un écart plus important et plus persistant que ne le prévoyaient la plupart des projections d'avant référendum.

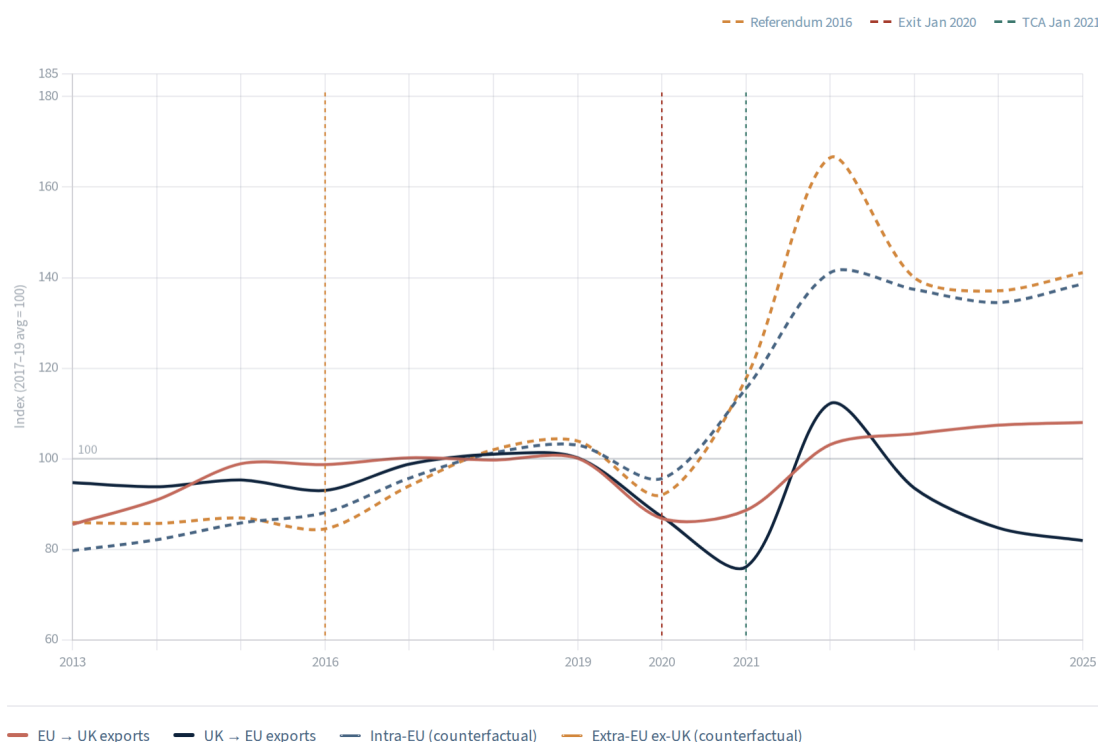
Introduction

Le Brexit est le premier cas où le démantèlement d'une intégration économique profonde peut être observé. C'est sur les biens que le choc est le plus marqué et le mieux daté (Freeman, Manova, Prayer et Sampson, 2022). S'appuyant sur les données douanières britanniques, ces auteurs montrent que la sortie effective du Royaume-Uni du marché unique et de l'union douanière de l'UE, avec l'entrée en vigueur de l'ACC, a réduit les importations britanniques en provenance de l'UE de 25 %, par rapport au reste du monde. La baisse est soudaine et durable. Selon eux, l'effet sur les exportations est en revanche plus faible et temporaire. Leur analyse suggère donc que le Brexit a surtout affecté la capacité du Royaume-Uni à s'approvisionner en biens auprès de l'Union européenne, plutôt que sa capacité à vendre des biens sur le marché de l'UE.

Ces résultats dépendent toutefois de l'étalon retenu pour mesurer les effets du Brexit. Freeman et al. comparent l'évolution des échanges UE-Royaume-Uni à celle des échanges du Royaume-Uni avec les pays tiers selon une approche de doubles différences (difference-in-differences), qui neutralise les chocs communs à l'ensemble des partenaires commerciaux, tels que la pandémie et la flambée des prix de l'énergie de 2022. Autrement dit, ils se demandent si les échanges avec l'Union européenne ont évolué différemment des échanges avec le reste du monde après le Brexit. Une approche alternative consiste à comparer les flux d'échanges UE-Royaume-Uni effectivement observés à la trajectoire qu'ils auraient vraisemblablement suivie en l'absence de Brexit, à partir des tendances antérieures à 2016. Cette seconde approche conduit à une interprétation quelque peu différente des données.

Lorsque les flux d'échanges UE-Royaume-Uni sont comparés à leur trajectoire d'avant Brexit plutôt qu'aux échanges du Royaume-Uni avec le reste du monde, le constat apparaît plus nuancé.

EU-UK Goods Flows with Counterfactuals



Source: Eurostat COMEXT DS-018995 - Annual - Current prices - May 2026

Jusqu'en 2020, les flux suivent leurs scénarios de référence, c'est-à-dire le niveau d'échanges que l'on aurait attendu si les tendances d'avant Brexit s'étaient poursuivies sans changement. Indexées sur leur moyenne 2017-2019 (=100), les exportations britanniques vers l'Union restent comprises entre 95 et 100. Puis, avec la fin de la période de transition et l'entrée en vigueur de l'ACC, elles tombent à 76 à partir de 2021, soit près de quarante points en deçà de références qui, elles, continuent de progresser. Les données font apparaître un rebond en 2022, autour de 112, mais l'analyse des postes d'exportation britanniques de cette année-là montre que ce rebond provient principalement de la flambée des prix de l'énergie. En effet, les exportations britanniques de carburants ont bondi d'environ 82 % en valeur cette année-là, sous le seul effet des prix. Les séries en volume de l'ONS, qui neutralisent l'inflation, donnent ainsi une vision plus réaliste de la situation. Une fois l'effet prix retranché, le rebond de 2022 s'efface et ne démontre aucune reprise réelle des échanges. La série retombe à 82 en 2025, soit 18 % en deçà de la moyenne 2017-2019 et près de soixante points sous des références désormais proches de 140. Les importations en provenance de l'UE se révèlent plus résilientes, atteignant 108 en 2025, mais elles demeurent inférieures d'une trentaine de points à leur trajectoire de référence.

Cette différence avec Freeman et al. ne doit pas être interprétée comme une contradiction. Les deux approches reposent sur des contrefactuels différents. Freeman et al. mesurent la performance des échanges UE-Royaume-Uni par rapport aux échanges du Royaume-Uni avec le reste du monde, tandis que la Figure 1 compare les flux observés à une prolongation des tendances d'avant Brexit. Plusieurs facteurs additionnels compliquent encore l'interprétation des données. Le Royaume-Uni a reporté à 2024-2025 la mise en œuvre de certains contrôles à l'importation sur les biens européens, ce qui a temporairement atténué l'impact des nouvelles barrières douanières sur les importations en provenance de l'Union européenne. En outre, les changements

apportés par l'ONS à sa méthodologie de collecte des données douanières en janvier 2021 ont créé une rupture dans les séries statistiques.

La conclusion d'ensemble n'en demeure pas moins inchangée. Quelle que soit la méthodologie employée ou le contrefactuel retenu, les deux approches indiquent que les échanges de biens UE-Royaume-Uni restent nettement inférieurs à leur trajectoire estimée hors Brexit. Le débat porte donc moins sur l'existence d'un effet Brexit que sur son ampleur précise et sa répartition entre importations et exportations. Plus de cinq ans après la fin de la période de transition, les éléments disponibles suggèrent que les coûts liés aux nouvelles formalités douanières, à la divergence réglementaire et aux exigences en matière de règles d'origine continuent de peser sur les flux d'échanges. Loin de s'estomper avec le temps, l'écart entre les échanges observés et leur trajectoire contrefactuelle estimée apparaît largement persistant.

La persistance d'un déficit commercial par rapport au scénario dans lequel le Brexit n'aurait pas eu lieu ne suffit toutefois pas à rendre compte de l'ensemble des évolutions observées. Les données agrégées sur le commerce extérieur rendent souvent imparfaitement compte des ajustements sous-jacents à l'œuvre dans l'économie. Le Brexit a pu modifier le nombre d'entreprises engagées dans le commerce international, la diversité des produits exportés ainsi que la répartition des échanges entre les entreprises. L'examen de ces différentes marges d'ajustement permet de mieux appréhender les effets microéconomiques de la nouvelle relation commerciale entre le Royaume-Uni et l'Union européenne.

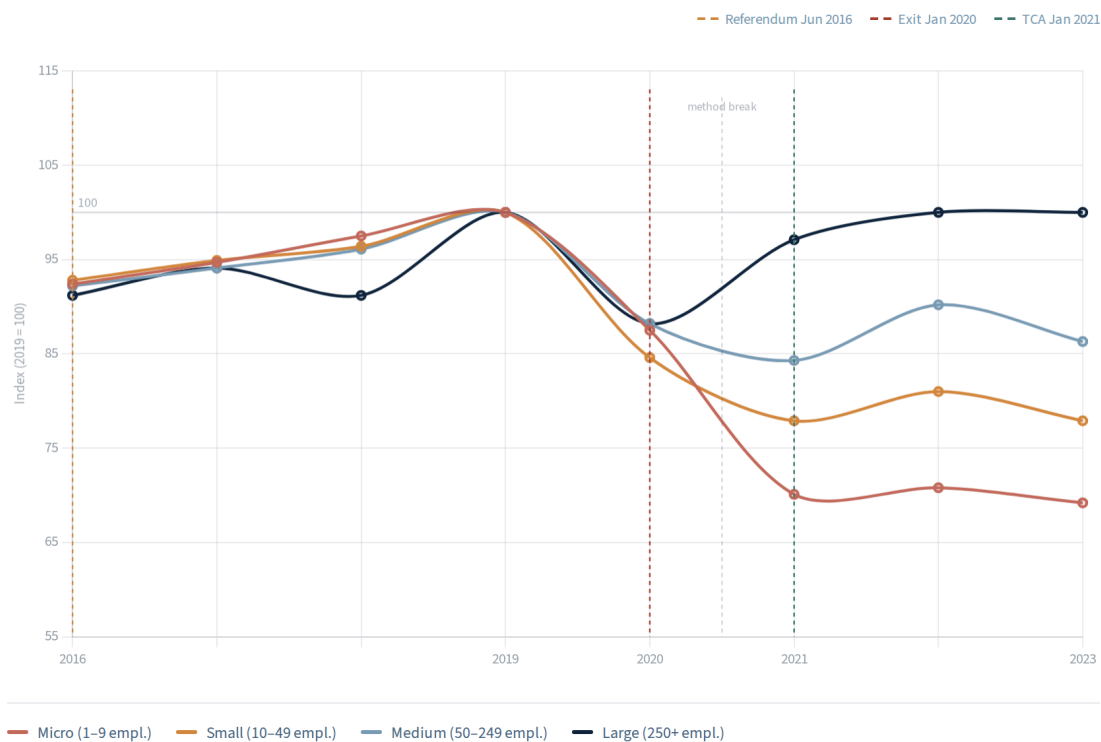
Les valeurs totales des échanges masquent en effet l'ajustement le plus révélateur, à savoir la baisse du nombre d'entreprises exportant, et la diminution de la gamme des produits échangés. Selon Freeman et al. (2022), le Brexit a réduit d'environ 30 % le nombre de couples produit-destination exportés vers l'UE chaque trimestre, ce qui signifie que de nombreux produits ont cessé d'être exportés vers certains marchés de l'UE, principalement par élimination des plus petits flux d'échanges. La relative résilience des valeurs agrégées des échanges ne doit donc pas être interprétée comme la preuve que le Brexit n'a eu que peu d'effet sur le commerce.

La disparition de nombreux flux commerciaux de faible ampleur n'est pas un simple phénomène statistique. Les données au niveau des entreprises confirment que le Brexit a modifié la composition des échanges UE-Royaume-Uni en affectant de manière disproportionnée les plus petites entreprises. Freeman et al. (2025) montrent que les plus grands exportateurs et importateurs ont largement résisté au choc, tandis que les plus petites entreprises ont plus de mal à préserver leurs activités sur le marché européen. Notre analyse des données de l'ONS sur les échanges par caractéristiques d'entreprises conduit au même constat : le nombre de microentreprises et de petites entreprises exportant vers l'Union européenne a fortement diminué après 2021, tandis que les grandes entreprises ont globalement maintenu leur présence sur ces marchés. Ces résultats corroborent, à partir de données nouvelles, l'existence d'un effet différencié du Brexit selon la taille des entreprises.

Au total, les exportations britanniques de biens vers le monde reculent de 6,4 % et les importations de 3,1 %, les acheteurs se tournant en partie vers des fournisseurs hors UE (Freeman et al., 2025). Mais en appliquant ce filtre d'impact différencié en fonction de la taille des entreprises, on constate que le nombre d'entreprises britanniques exportant vers l'UE a reculé d'environ 31 % pour les micro-entreprises et de 22 % pour les petites entreprises entre 2019 et 2024, de 14 % pour les entreprises moyennes, tandis qu'il reste stable pour les grandes entreprises (≈ 0 %). Les plus petites entreprises représentent la grande majorité des exportateurs en nombre, mais seulement une faible part de la valeur exportée ; la valeur agrégée s'est donc maintenue alors même que la base des exportateurs actifs se rétrécissait fortement. Le commerce ne s'est ainsi pas tant contracté que resserré sur les grandes entreprises. Crowley, Exton et Han (2018) avaient anticipé ce

mécanisme : la simple menace de barrières plus élevées dissuade les exportateurs d'entrer et fragilise ceux qui restent, les plus petits en premier.

UK Exporters to the EU by Firm Size



Source: HMRC OTS-IDBR - Annual releases 2020, 2022, 2023 - May 2026

Ainsi, le Brexit semble avoir pesé plus lourdement sur les entreprises les moins à même d'absorber les coûts fixes associés aux nouvelles procédures douanières, aux nouvelles exigences en matière de règles d'origine et aux nouvelles formalités réglementaires. Prises ensemble, ces nouvelles procédures ont accru le coût des échanges UE-Royaume-Uni. Si l'ACC a amorti une partie du choc en maintenant un régime de commerce des biens sans droits de douane ni quotas, un accord de libre-échange classique tel que l'ACC ne peut atténuer que partiellement la hausse plus large des coûts commerciaux résultant des barrières non tarifaires.

Au-delà des entreprises, les effets du Brexit ont également varié sensiblement d'un secteur à l'autre. La nature et l'intensité du choc dépendent des barrières propres à chaque industrie, des exigences en matière de règles d'origine et réglementaires.

La ventilation sectorielle fait effectivement apparaître un impact très inégal selon les secteurs. Le textile et l'habillement reculent dans les deux sens, d'environ 37 % à l'exportation et 30 % à l'importation. Il s'agit d'un secteur particulièrement exposé aux règles d'origine. L'automobile et les machines présentent une forme d'asymétrie. Les importations britanniques progressent encore de 7 % tandis que les exportations vers l'UE chutent de 21 %, un écart qui pointe vers les règles d'origine de l'ACC, dont les exigences sont particulièrement contraignantes dans le secteur automobile. L'agroalimentaire offre l'image inverse : les exportations britanniques reculent de 3 %, étant soumises dès 2021 aux contrôles sanitaires et phytosanitaires de l'UE, tandis que les importations en provenance de l'UE restent élevées, et augmentent de 28 %, notamment parce

que les contrôles sanitaires et phytosanitaires britanniques équivalents n'ont été introduits que progressivement dans le cadre du Border Target Operating Model (BTOM), les premiers contrôles entrant en vigueur en janvier 2024 et le régime complet étant déployé par étapes tout au long de 2024.

EU–UK Goods Trade by Sector — HS2 Heatmap

SECTOR	HS	INTRA-EU BENCHMARK	SITC	CHANGE VS 2017–19	GAP VS BENCHMARK
►Agri-food & Beverages	HS01–24	+35.2%	SITC 0+1+4	+28.0%	-7.2 pp
Minerals & Energy	HS25–27	+85.9%	SITC 3	+33.0%	-52.9 pp
►Chemicals & Pharma	HS28–38	+39.5%	SITC 5	+13.1%	-26.4 pp
Plastics & Rubber	HS39–40	+25.0%	SITC 6 sub	-0.5%	-25.5 pp
Wood & Furniture	HS44–46, 94	+15.0%	SITC 6 sub	+11.7%	-3.3 pp
Paper & Printing	HS47–49	+10.0%	SITC 6 sub	-2.1%	-12.1 pp
Textiles & Apparel	HS50–63	+12.0%	SITC 6+8	-30.3%	-42.3 pp
Precious stones & Jewellery	HS71	+18.0%	SITC 6 sub	+91.1%	+73.1 pp
Metals & Metal products	HS72–83	+25.0%	SITC 6 sub	+5.8%	-19.2 pp
►Machinery & Vehicles	HS84–87	+21.0%	SITC 7 sub	+7.2%	-13.8 pp
Aircraft & Vessels	HS88–89	+15.0%	SITC 7 sub	+17.5%	+2.5 pp
Instruments & Optics	HS90–92	+26.0%	SITC 8 sub	+24.7%	-1.3 pp
Misc. manufactured goods	HS93, 95–97	+18.0%	SITC 8 sub	+23.8%	+5.8 pp

Gap vs intra-EU benchmark: Below -50 pp -35 to -50 -20 to -35 -5 to -20 -5 to +5 Above +5 Intra-EU benchmark

Source: Eurostat COMEXT DS-018995 + ext_lt_intratrd - May 2026

Deux postes appellent une prudence particulière dans l'interprétation des données : les pierres précieuses, où l'or et les réexportations dominant, et l'énergie, dont les valeurs commerciales sont fortement influencées par les fluctuations de prix. Pris isolément, ces indicateurs n'ont qu'une pertinence limitée pour évaluer les changements structurels intervenus dans les échanges entre le Royaume-Uni et l'Union européenne.

Le scénario de référence intra-UE repose sur l'hypothèse que les échanges Royaume-Uni-UE auraient progressé au même rythme que le commerce intra-UE (+36,8 %). Ce point de comparaison doit néanmoins être interprété avec prudence, car il est exprimé en valeurs courantes et agrège donc trois facteurs distincts : la croissance tendancielle du commerce européen, la poussée inflationniste de 2021-2023, et l'effet propre au Brexit que l'analyse cherche précisément à isoler. Un écart négatif pour un secteur donné signale donc une sous-performance par rapport à ce référentiel composite, et non une mesure précise du seul choc du Brexit.

Au-delà de leurs effets sur les flux commerciaux, les coûts supplémentaires liés à la nouvelle relation commerciale post-Brexit sont en définitive supportés, au moins en partie, par les consommateurs. L'évaluation de cet impact constitue donc un volet important de toute appréciation du Brexit. Selon Bakker et al. (2022), la montée des barrières non tarifaires a fait grimper les prix alimentaires britanniques de 6 % en deux ans, soit 210 livres par foyer et 5,84 milliards de livres au total, avec une répercussion sur les prix de détail comprise entre 50 et 80 %. Les conséquences distributives sont elles aussi marquées : le décile le plus pauvre a vu son coût de la vie augmenter d'environ 52 % de plus que les ménages les plus aisés.

Cet ordre de grandeur rejoint les estimations situant le coût des barrières non tarifaires liées au Brexit à environ 8 % en moyenne (dans le cadre de l'accord de commerce et de coopération), un chiffre qui grimpe à 12-13 % une

fois intégrées les formalités douanières et les règles d'origine, les produits alimentaires figurant parmi les secteurs les plus touchés. Plusieurs éléments suggèrent que le Brexit a joué un rôle déterminant dans ces hausses de prix. Le calendrier coïncide étroitement avec la fin de la période de transition, en janvier 2021. Aucun effet comparable n'est observé dans les échanges avec les pays tiers, et les hausses se concentrent dans les catégories de produits pour lesquelles le Royaume-Uni dépend le plus des importations en provenance de l'UE — des constats qui ne s'expliquent pas par les chocs macroéconomiques communs (Bakker et al. 2022). L'inflation post-pandémique et la dépréciation de la livre sterling y ont bien sûr contribué, cette dernière ayant eu son propre effet sur le niveau de vie (Breinlich et al. 2022). Mais ni l'une ni l'autre de ces explications ne rend compte du fait que cette hausse coïncide précisément avec la fin de la période de transition, ni du fait que ses effets les plus marqués se concentrent justement dans les secteurs les plus exposés aux frictions commerciales engendrées par le Brexit.

1. Les services : la rupture la plus précoce

Les constats apparaissent différents pour les services, particulièrement importants pour le Royaume-Uni dans la mesure où ils constituent l'essentiel de son excédent commercial extérieur. Ici, le choc du Brexit apparaît à la fois plus précoce et, à certains égards, plus marqué que dans le commerce des biens.

Du et Shepotylo (2022, 2024) constatent que la détérioration du commerce des services entre l'UE et le Royaume-Uni est antérieure au Brexit. Comparant le Royaume-Uni à un ensemble de pays témoins, ils estiment que ses exportations de services reculaient déjà d'environ 5,7 % par an entre 2016 et 2019, soit un manque à gagner d'environ 18,5 milliards de livres par an, et de 6,2 % pour les seuls échanges avec l'UE.

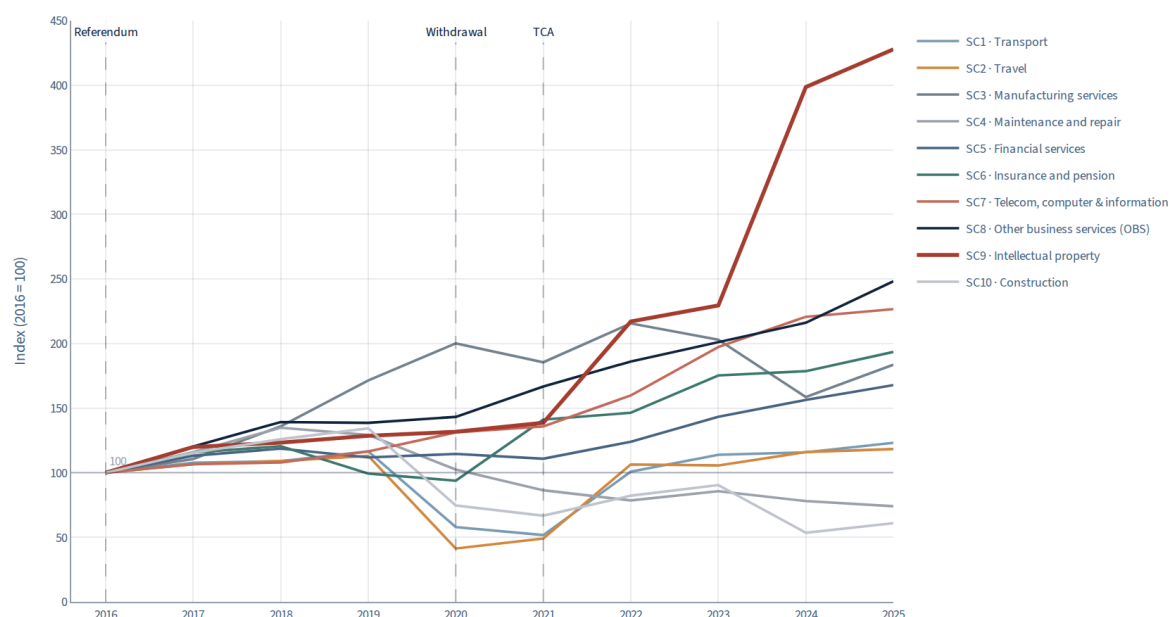
Sur la même période, l'Irlande a connu une croissance de ses exportations de services de près de 15 % par an. Cette divergence suggère qu'une partie de l'activité auparavant réalisée depuis le Royaume-Uni a pu être relocalisée vers d'autres centres d'affaires établis dans l'UE, en particulier Dublin. Surtout, ces effets sont apparus avant tout changement formel de la relation commerciale. Les données pointent donc vers l'anticipation et l'incertitude comme moteurs importants de l'ajustement, les entreprises réagissant à la perspective de futures barrières et d'une divergence réglementaire. Ce mécanisme avait été anticipé par Crowley, Exton et Han (2018), qui soutenaient que l'anticipation de coûts commerciaux plus élevés pouvait en elle-même affecter le comportement des entreprises bien avant l'entrée en vigueur de nouvelles règles.

Derrière la relative stabilité des exportations agrégées de services se cache une profonde recomposition sectorielle. Les catégories qui ont le plus progressé sont celles qui peuvent être fournies à distance, sans circulation transfrontalière de biens ou de personnes, et qui sont donc les moins exposées aux frictions créées par le Brexit : les exportations de services de propriété intellectuelle ont presque quadruplé (indice 399 en 2024, base 2016=100), celles des autres services aux entreprises ont plus que doublé (216) et celles de services informatiques et de télécommunications ont atteint 221. Leur forte performance reflète à la fois l'expansion mondiale des services numériques et l'avantage comparatif du Royaume-Uni dans ces activités.

À l'inverse, les catégories de services impliquant une présence physique ou une activité sur site sont les seules à avoir reculé : les exportations de services de maintenance et de réparation ont chuté à 78 et celles de services de construction à 54, bien en deçà de leur niveau de 2016. Ce sont typiquement des services qui dépendent de la circulation transfrontalière temporaire de travailleurs, que le Brexit a remise en cause. Les exportations de services de voyage et de transport, quant à elles, se sont effondrées en 2020 et ne sont remontées qu'à environ 116 en 2024, une dynamique principalement imputable à la pandémie de Covid-19 plutôt qu'aux changements de la relation commerciale UE-Royaume-Uni.

UK services exports to the EU-27, by EBOPS category

Index, 2016 = 100 · exports at nominal value (£) · 2016–2025



Source — ONS, UK trade in services by partner country (2025 Q4 edition) · £m nominal, 2016 = 100 · UK reporter, EU-27 partner. Markers: referendum 2016, withdrawal 2020, TCA 2021. Nominal values, not deflated (2022–2024 inflation and ONS methodological revisions, notably SC9/SC8). Stylized facts, no causal identification.

Par rapport à leur scénario témoin, Du et Shepotylo identifient les services de transport, de voyage, d'assurance, de télécommunications et de propriété intellectuelle parmi les secteurs les plus touchés par le Brexit. Ce classement ne correspond que partiellement au tableau qui se dégage de nos niveaux d'indice, où les services de télécommunications figurent au contraire parmi les secteurs les plus performants. Cette divergence apparente reflète des différences de méthodologie plutôt qu'une contradiction dans les résultats. Tandis qu'une approche par scénario témoin mesure la performance par rapport à un contrefactuel hors Brexit estimé, un niveau d'indice se contente d'enregistrer les résultats observés. De plus, l'effet estimé s'étendant également aux exportations britanniques vers les marchés hors UE, l'ajustement ne peut être considéré comme un phénomène purement bilatéral UE–Royaume-Uni.

Comme indiqué, deux raisons peuvent contribuer à expliquer les évolutions mises en avant dans l'analyse ci-dessus. Premièrement, la fin de la libre circulation a restreint la mobilité transfrontalière temporaire des professionnels, un mode de fourniture de services désigné dans la terminologie de l'OMC sous le terme de « mode 4 ». Cela semble avoir pesé particulièrement lourd sur les exportations britanniques dans des secteurs tels que la construction et les services à la personne, dont la performance a accusé un retard sur les tendances mondiales plus larges. Deuxièmement, une partie de l'ajustement peut refléter un glissement de la fourniture transfrontalière de services vers l'implantation locale au sein de l'Union européenne par le biais de filiales. Plutôt que de servir leurs clients à distance depuis le Royaume-Uni, certaines entreprises ont pu choisir de relocaliser une partie de leurs activités au sein du marché unique afin de préserver leur accès au marché. Cette hypothèse est plausible et cohérente avec les éléments présentés ci-dessus, mais elle reste difficile à vérifier empiriquement. Le faire exigerait des données détaillées sur les activités des filiales étrangères, que les statistiques existantes sur les modes de fourniture de services ne permettent pas d'appréhender (Breinlich et Magli 2024).

Les services financiers, fleuron du pays, semblent eux constituer un cas à part. Les exportations britanniques de services financiers vers l'UE ont atteint un indice de 156 en 2024 (+56 % sur 2016). Toutefois, la question n'est donc pas celle d'un déclin, mais d'un contrefactuel : cette croissance correspond-elle à ce qui se serait produit avec un accès maintenu au marché unique ? Par rapport à un scénario témoin hors Brexit, Du et Shepotylo identifient les services financiers et d'assurance parmi les secteurs où les exportations britanniques sous-performent leur trajectoire estimée : un manque à gagner en termes relatifs qui coexiste avec une croissance en termes absolus.

À l'échelle mondiale, toutefois, le tableau est celui d'une résilience remarquable. Le Royaume-Uni demeure le premier exportateur net mondial de services financiers, et son excédent, loin de se réduire, a atteint un niveau record, de l'ordre de 98 milliards de dollars en 2023 et proche de 127 milliards en 2024. Cette résilience met en lumière les atouts durables de la City de Londres, notamment la profondeur de ses marchés de capitaux, son infrastructure juridique, sa concentration d'expertise et ses réseaux mondiaux.

Le Brexit apparaît donc moins comme un effondrement des exportations britanniques de services financiers que comme une réorientation géographique progressive de celles-ci. L'évolution la plus significative réside dans la modification du poids relatif du marché européen. La part des exportations britanniques de services financiers destinées à l'UE est passée d'environ 40 % en 2019 à quelque 30 % en 2023. Sur la même période, les États-Unis ont dépassé l'Union européenne pour devenir le premier marché du Royaume-Uni pour les exportations de services financiers.

Ces évolutions suggèrent que la City a, au moins en partie, compensé une croissance plus faible de son activité européenne en renforçant sa position sur les marchés mondiaux. Pour autant, cet ajustement ne doit pas être interprété comme la preuve que le Brexit n'a eu aucun effet sur le secteur. Il pointe plutôt vers une redistribution de l'activité entre les marchés. L'UE est devenue relativement moins importante pour l'industrie britannique des services financiers, tandis que les marchés non européens, et notamment les États-Unis, ont pris une place plus grande dans le soutien à la croissance du secteur.

Par ailleurs, la résilience des flux d'échanges ne doit pas être confondue avec la continuité institutionnelle. Sous des chiffres d'exportation relativement stables, une relocalisation significative d'actifs, d'entités juridiques et de fonctions d'affaires s'est opérée depuis le Brexit. Selon Hall (2022) et le tracker de New Financial, environ 900 milliards de livres d'actifs bancaires, soit 10 % du système britannique, ont été transférés ou réorientés vers l'UE. Une centaine de milliards de livres supplémentaires dans l'assurance et la gestion d'actifs ont également migré, impliquant plus de 440 entreprises.

Les facteurs à l'origine de cette évolution sont bien identifiés. En quittant le marché unique, les institutions financières établies au Royaume-Uni ont perdu le fameux passeport financier européen qui leur permettait auparavant de servir des clients dans toute l'Union européenne depuis une base londonienne. Contrairement aux biens, les services financiers ont été largement exclus de l'ACC. L'accès au marché de l'UE pour les acteurs financiers basés au Royaume-Uni dépend désormais de décisions unilatérales d'équivalence accordées de manière discrétionnaire par la Commission européenne, qui demeurent de portée limitée et qui sont révocables à tout moment. Un protocole d'accord (Memorandum of Understanding) signé en juin 2023 a établi un cadre de dialogue réglementaire entre l'UE et le Royaume-Uni, mais il n'a restauré ni les droits de passeport ni de véritables garanties d'accès au marché.

2. L'éclairage des flux financiers

Dans la compensation des dérivés de taux d'intérêt en euros, la chambre de compensation londonienne LCH conservait encore environ 80 % du marché mondial fin 2023. De même, Londres est restée la première place pour les transactions de change, traitant près de 42 % des opérations en euros en 2022. Dans d'autres segments, en revanche, le Brexit a entraîné une redistribution de l'activité. Amsterdam a détrôné Londres comme première place boursière d'Europe dès 2021, tandis qu'une partie de l'activité sur les dérivés a migré non pas vers le continent européen, mais vers New York.

En ce sens, le Brexit n'a pas produit un simple transfert de l'activité financière de Londres vers un rival européen unique. Il a plutôt contribué à une fragmentation des activités entre plusieurs places. La City a su préserver nombre de ses avantages traditionnels, mais elle a perdu une partie de son statut de place financière incontestée de l'UE. Le principal bénéficiaire à long terme de cette recomposition pourrait, en définitive, s'avérer être New York plutôt qu'une place financière de l'UE en particulier.

Le principal risque pour Londres n'est donc plus celui d'une rupture brutale — celle-ci ayant déjà largement eu lieu — mais celui d'une érosion progressive. La divergence réglementaire, le développement continu des capacités financières au sein de l'UE et la quête plus large d'autonomie stratégique et financière de l'Union pourraient, au fil du temps, affaiblir progressivement la position de Londres, même en l'absence de toute rupture spectaculaire.

3. De l'investissement aux revenus : le canal cumulatif

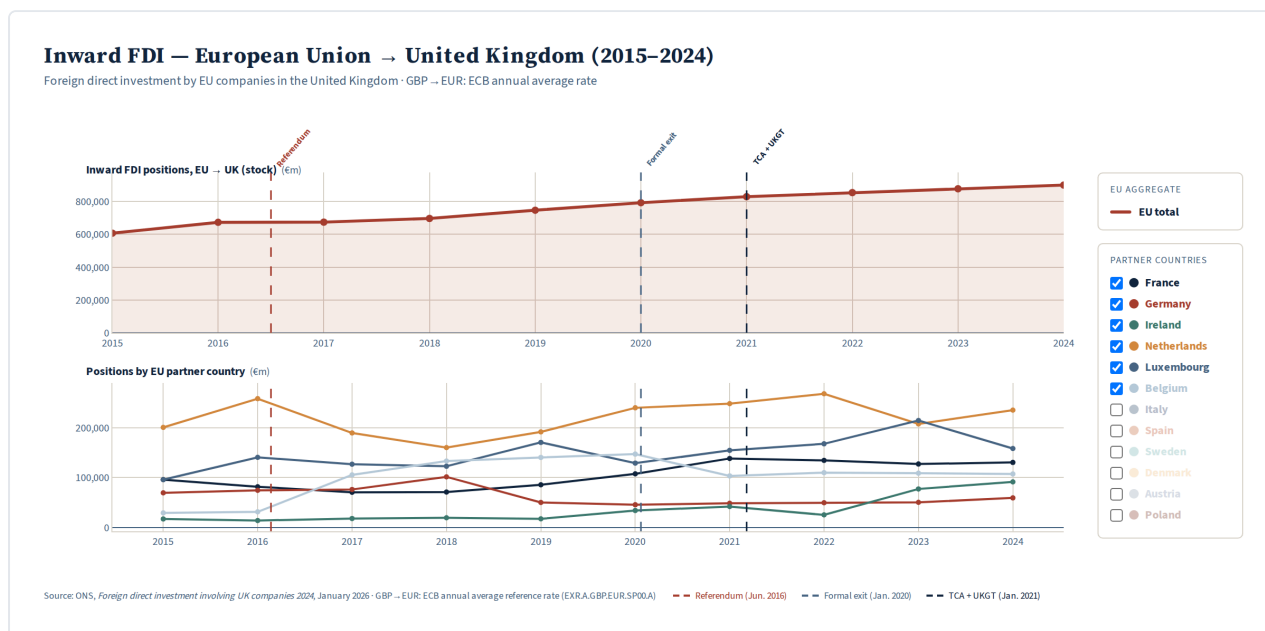
L'investissement direct étranger offre un autre prisme important pour apprécier les effets économiques du Brexit, reliant commerce, productivité et génération de revenus futurs. Là encore, l'ajustement semble avoir débuté bien avant la fin de la période de transition.

Breinlich, Leromain, Novy et Sampson (2020) montrent, à partir de données de transactions, que le vote de 2016 a déclenché une réorientation des flux d'investissement. Les entreprises britanniques ont accru leurs investissements au sein de l'Union européenne, tandis que les investisseurs européens réduisaient leurs investissements au Royaume-Uni, signe d'un effort précoce des entreprises des deux côtés pour s'adapter à la perspective de futures frictions commerciales et réglementaires. Dhingra et Sampson (2022) attribuent une grande partie de cet ajustement à l'incertitude. Avant tout changement formel des conditions d'accès au marché, les entreprises réagissaient déjà à la possibilité de futures barrières en reconsidérant la localisation de la production, de l'investissement et de l'activité d'entreprise.

C'est ce canal que Bloom et al. (2025) identifient comme le principal des quatre mécanismes par lesquels le Brexit a réduit le PIB.

Les stocks d'investissements recensés au Royaume-Uni confirment cet ajustement, tout en soulignant la complexité. À première vue, ils ne pointent pas vers un effondrement de l'investissement européen au Royaume-Uni. Le stock d'investissement direct de l'UE a continué d'augmenter sur l'ensemble de la période post-Brexit, passant d'environ 747 Md€ en 2019 à 878 Md€ en 2023 et 900 Md€ en 2024. Il n'y a donc pas de repli agrégé : en valeur absolue, les capitaux européens ont continué de s'accumuler au Royaume-Uni.

Cependant, les trajectoires nationales sont nettement plus contrastées. Le stock irlandais d'investissement au Royaume-Uni a été multiplié par plus de cinq entre 2015 et 2024, passant d'environ 17 Md€ à 91 Md€, l'essentiel de la hausse intervenant en 2023 et 2024. Le stock néerlandais, très volatil, est resté nettement au-dessus de son niveau d'avant référendum, à environ 201 Md€ en 2015 et 236 Md€ en 2024, avec un pic proche de 268 Md€ en 2022. À l'inverse, le stock allemand n'a pas progressé. Après avoir culminé à près de 102 Md€ en 2018, il est retombé à environ 59 Md€ en 2024, en deçà de son niveau de 2015 d'environ 70 Md€.



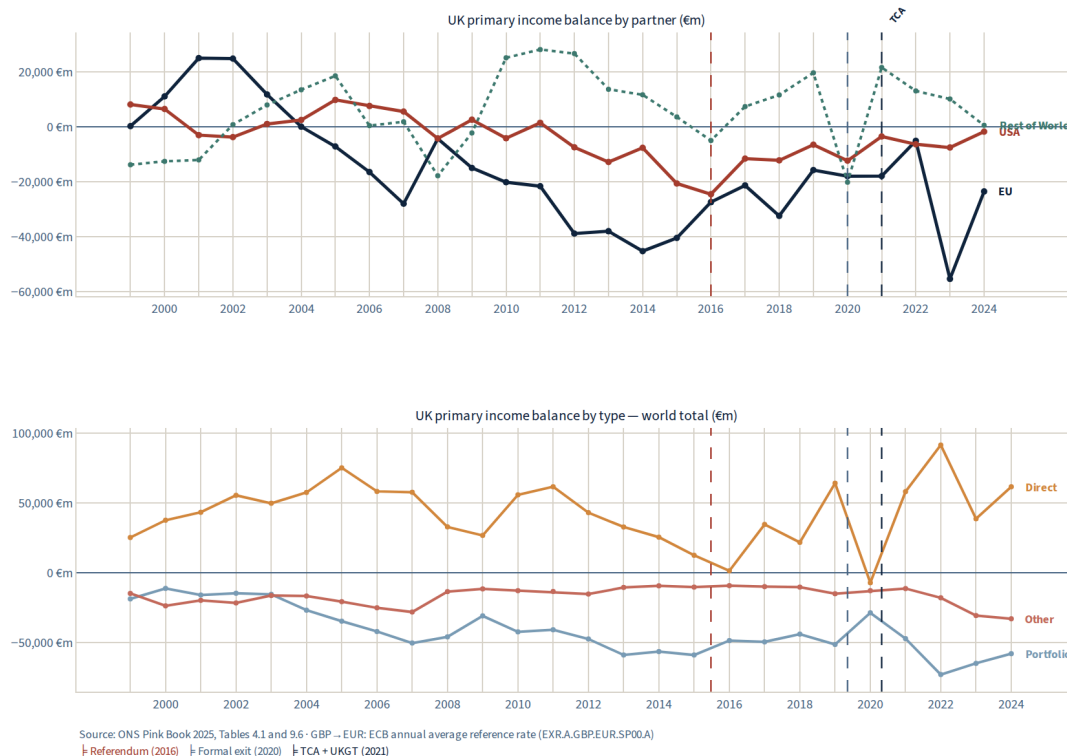
Ces éléments doivent être interprétés avec prudence. Une part importante des flux d'investissement internationaux transite par des sociétés holding et des véhicules financiers qui ne correspondent pas nécessairement à une activité productive sous-jacente.

Le constat est plus marqué lorsqu'on examine l'investissement britannique à l'étranger. Selon les données provisoires de l'ONS pour 2024, l'Union européenne apparaît comme la seule grande région où le stock d'investissement direct sortant du Royaume-Uni a reculé, d'environ 166 milliards d'euros depuis le Brexit. Si cette tendance se confirmait dans les années à venir, elle marquerait alors un retrait structurel possiblement consécutif au Brexit.

La répartition régionale de l'investissement au sein du Royaume-Uni offre également un tableau plus nuancé qu'on ne le suppose parfois. La part de Londres dans l'investissement entrant est restée globalement stable, n'augmentant que marginalement de 48,9 % à 49,7 % sur la période. Mais la concentration apparente de l'investissement dans la capitale reflète moins une attractivité croissante de Londres que l'affaiblissement relatif des autres régions.

UK investment income: EU bilateral & world type decomposition (1999–2024)

Primary income balance (credits minus debits) · €m · ONS Pink Book 2025 · GBP → EUR: ECB annual average rate



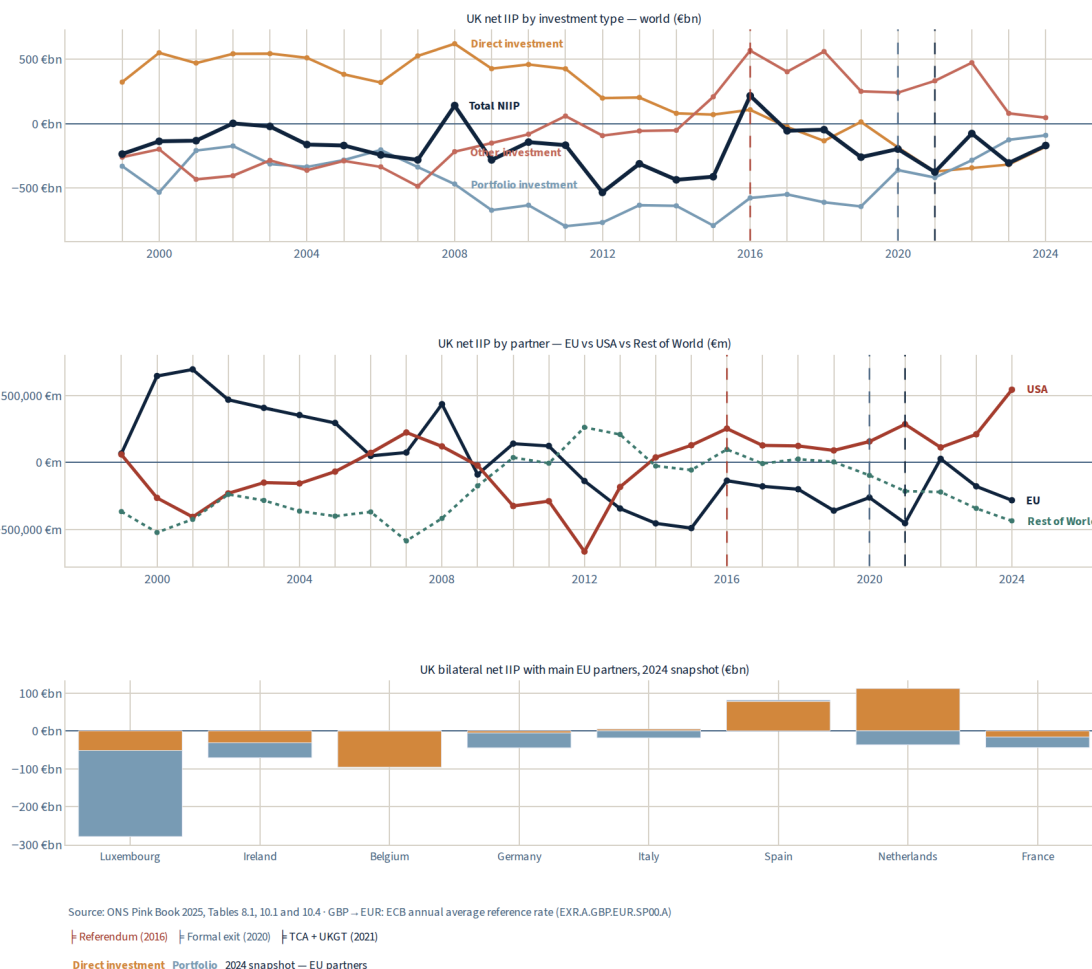
Le canal des revenus d'investissement est à la fois le plus lent à se matérialiser et le plus difficile à évaluer. Contrairement aux flux d'échanges ou d'investissement, les variations des revenus générés par les actifs et passifs étrangers peuvent mettre de nombreuses années à apparaître, reflétant des décisions d'investissement passées plutôt que les conditions économiques actuelles.

À ce jour, les éléments disponibles demeurent peu concluants. Le solde des revenus d'investissement avec l'UE reste négatif sur toute la période, mais instable et sans direction nette. Le déficit oscille entre 45 Md€ en 2014 et 5 Md€ en 2022, puis 24 Md€ en 2024. Ces mouvements suggèrent une volatilité considérable mais ne pointent pas, à ce stade, vers une détérioration systématique de la position de revenus du Royaume-Uni vis-à-vis de l'Union européenne.

Le constat n'est guère plus clair lorsque l'on se tourne vers le reste du monde, où les soldes de revenus d'investissement présentent une instabilité encore plus grande. Les limites des données disponibles compliquent également l'interprétation des résultats. Si la composition des revenus d'investissement peut être étudiée par catégorie d'investissement au niveau mondial, aucune donnée publique comparable n'est disponible pour les seules relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. En conséquence, toute appréciation de l'impact du Brexit sur les revenus tirés des investissements doit, pour l'instant, rester prudente.

UK Net International Investment Position (NIIP) — 1999–2024

Balance sheet valuation · €bn/€m · ONS Pink Book 2025 · GBP → EUR: ECB annual average rate



4. Un effet cumulatif qui pourrait encore se déployer

La position extérieure globale nette offre toutefois une explication possible de la manière dont les effets du Brexit pourraient devenir cumulatifs au fil du temps. Le solde net de l'investissement direct, excédentaire de quelque 70 à 80 Md€ au milieu des années 2010, devient négatif à partir de 2017, atteint un déficit de 346 Md€ en 2022, puis se redresse à 181 Md€ en 2024.

Ces fluctuations doivent être interprétées avec prudence, car elles sont influencées non seulement par les flux d'investissement, mais aussi par les variations de valorisation des actifs et des taux de change. Le net redressement enregistré après 2022 ne signale donc pas nécessairement un renversement de la tendance sous-jacente.

Le mouvement d'ensemble n'en demeure pas moins significatif. Une détérioration du stock net d'investissement direct implique une réduction de la richesse extérieure nette du Royaume-Uni. Au fil du temps, un stock d'actifs étrangers plus faible par rapport aux passifs étrangers peut se traduire par des revenus d'investissement futurs moindres, même si un tel effet n'est pas encore visible dans les flux de revenus actuels.

C'est ce mécanisme qui sous-tend l'idée d'un choc cumulatif du Brexit, selon laquelle les conséquences d'un moindre investissement s'accumulent progressivement et peuvent ne devenir pleinement visibles qu'à un horizon beaucoup plus lointain. À l'heure actuelle, cet effet demeure une hypothèse plutôt qu'un fait établi. Les données disponibles ne confirment ni n'infirment une telle évolution, tandis que la sensibilité de la position nette d'investissement aux fluctuations des prix des actifs impose une prudence particulière dans l'interprétation.

Bibliographie

- Bakker, J. D., Datta, N., Davies, R. and De Lyon, J. (2022), « Non-tariff barriers and consumer prices, evidence from Brexit », CEP Discussion Paper 1888, LSE.
- Bloom, N., Bunn, P., Mizen, P., Smietanka, P. and Thwaites, G. (2025), « The Economic Impact of Brexit », NBER Working Paper 34459.
- Born, B., Müller, G. J., Schularick, M. and Sedláček, P. (2019), « £350 million a week, the output cost of the Brexit vote », VoxEU.
- Breinlich, H., Leromain, E., Novy, D. and Sampson, T. (2020), « Voting with their money, Brexit and outward investment by UK firms ».
- Breinlich, H., Leromain, E., Novy, D. and Sampson, T. (2022), « The Brexit Vote, Inflation and UK Living Standards », *International Economic Review* 63(1).
- Breinlich, H. and Magli, A. (2024), « Services trade and modes of supply after Brexit », CEPR Discussion Paper 19525.
- Crowley, M., Exton, O. and Han, L. (2018), « Renegotiation of trade agreements and firm exporting decisions », Bank of England.
- Dhingra, S. and Sampson, T. (2022), « Expecting Brexit », *Annual Review of Economics* 14.
- Du, J. and Shepotylo, O. (2022, 2024), « Brexit and UK services trade », in Portes (ed.), CEPR Press, and later longitudinal analysis.
- Freeman, R., Manova, K., Prayer, T. and Sampson, T. (2022), « Unravelling deep integration, UK trade in the wake of Brexit », CEP Discussion Paper 1847.
- Freeman, R., Garofalo, M., Longoni, E., Manova, K., Mari, R., Prayer, T. and Sampson, T. (2025), « Deep Integration and Trade, UK Firms in the Wake of Brexit », CEPR Discussion Paper 19869.
- Hall, S. (2022), « The economics of UK financial services post Brexit », in Portes (ed.), CEPR Press.
- New Financial (2021), « Brexit and the City, the impact so far ».
- Office for Budget Responsibility (2024), « Brexit analysis », *Economic and Fiscal Outlook*.
- Portes, J. (ed.) (2022), *The Economics of Brexit, What Have We Learned*, CEPR Press.
- Posen, A. and Rengifo-Keller, L. (2022), « Brexit Britain in a changing global economy », in Portes (ed.), CEPR Press.
- Springford, J. (2022), « The cost of Brexit to June 2022 », Centre for European Reform.

© GTPO 2026. Tous droits réservés. De courts extraits peuvent être cités sans autorisation expresse, à condition que la source soit mentionnée. Les opinions exprimées dans cette publication sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement la position institutionnelle du GTPO, de son équipe ou de ses partenaires.