NATIXIS

Flash
Économie

05 mai 2009 - N° 213

Pas d'autre solution pour le Royaume-Uni que de faire repartir la City

Aujourd'hui, le gouvernement britannique semble être parti dans une voie coopérative :

- ***stimulus budgétaire très important ;***
- ***disparition de « l'exception fiscale » ;***
- ***participation à la reréglementation de la finance, des banques, des paradis fiscaux.***

Mais la situation économique du Royaume-Uni va être catastrophique avec les pertes d'emplois dans les services financiers, l'immobilier, la construction, la perte de richesse, la dégradation des termes de l'échange, le désendettement, l'arrêt de l'immigration, dans une économie où le crédit, la richesse et les revenus de la finance, étaient les piliers de la croissance

La réalité de la croissance future va faire exploser les déficits budgétaires, qui de plus sont peu efficaces, et la politique monétaire n'a plus beaucoup de marges de manœuvre.

Y aura-t-il alors pour le Royaume-Uni une autre solution que de passer à un comportement non coopératif et de tenter de faire repartir la City avec les mécanismes habituels qui leur ont donné un avantage comparatif sur les autres places financières : faiblesse de la régulation, de la pression fiscale, attraction des étrangers ?

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteurs :
Patrick ARTUS
Nathalie DEZEURE

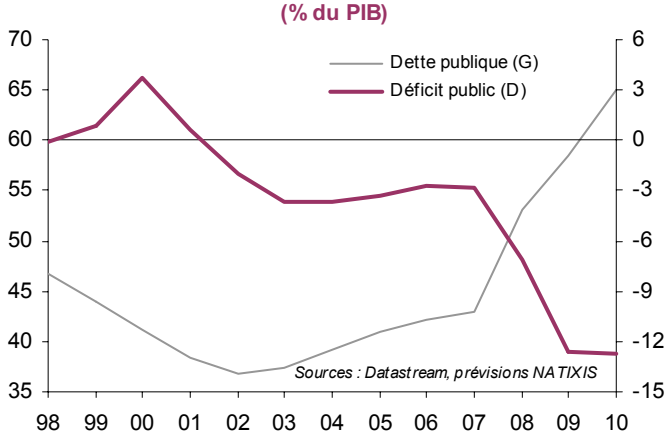
Aujourd'hui, des politiques économiques coopératives au Royaume-Uni

Depuis le début de la crise, le gouvernement britannique mène **des politiques économiques de nature coopérative :**

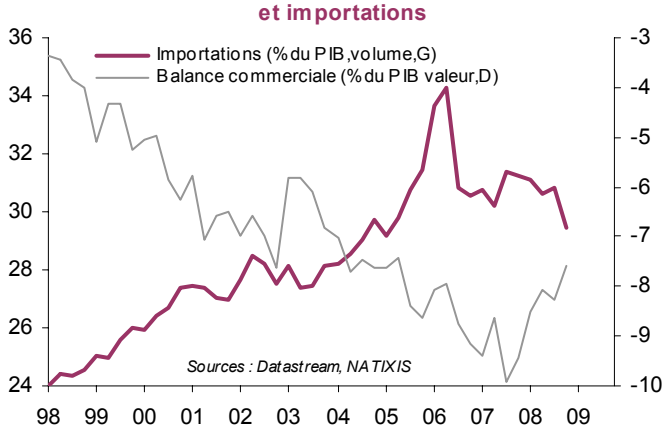
- **politique budgétaire très expansionniste (graphique 1),** pour faire repartir la demande dans une économie très ouverte et très importatrice **(graphique 2),** ce qui génère au travers du commerce extérieur **des externalités positives** sur les autres pays ;
- **hausse de la pression fiscale,** déjà présente depuis quelques années et accrue aujourd'hui (hausse de 40% à 50% du taux marginal d'imposition sur les revenus à partir de 2010, baisse des avantages fiscaux-liés aux cotisations, aux fonds de pension, au plancher de revenu imposable-pour les individus aux revenus élevés), **et fera disparaître l'écart de taux d'imposition entre la zone euro et le Royaume-Uni (graphique 3) ;**
- **participation, après le sommet du G20 à Londres, à la reréglementation de la finance :** règles de capitalisation et de liquidité des banques, surveillance des hedge funds, changement des modes de rémunération des banques, lutte contre les paradis fiscaux, etc…

Mais cette attitude coopérative est-elle tenable ?

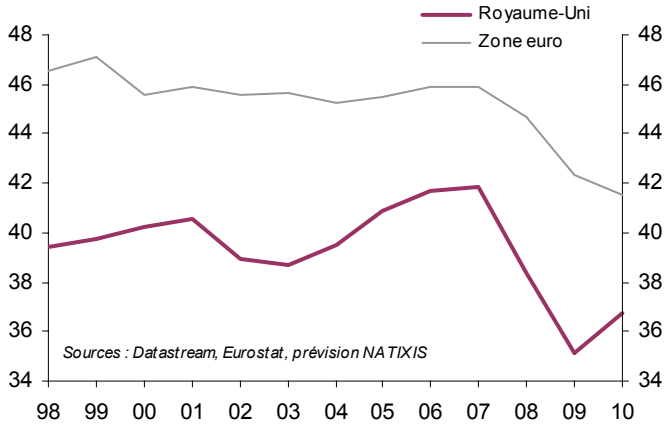
Graphique 1
Royaume-Uni : Déficit public et dette publique (% du PIB)



Graphique 2
Royaume-Uni : balance commerciale et importations



Graphique 3
Pression fiscale (en % du PIB)

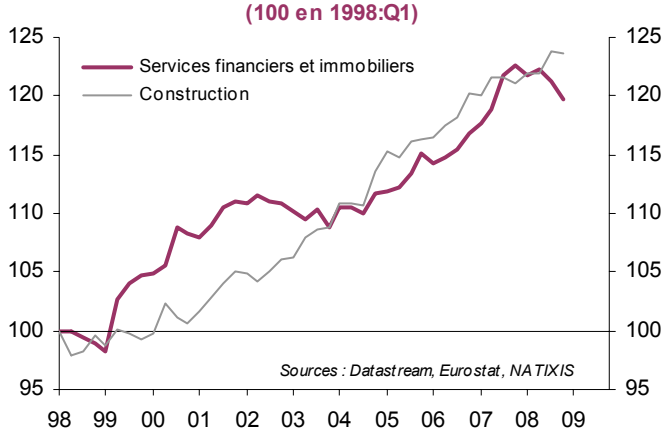


Des perspectives économiques catastrophiques après la crise

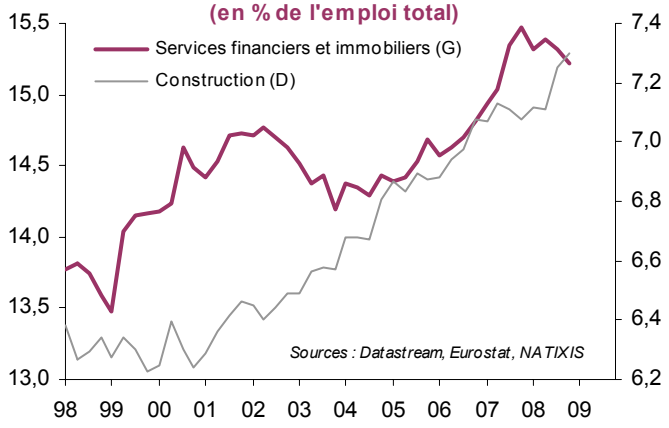
La crise fait disparaître les « piliers » de la croissance britannique :

- **créations d'emplois dans les services financiers et immobiliers, la construction,** ces secteurs étant hypertrophiés au Royaume-Uni et sévèrement atteints par la crise **(graphiques 4a/4b)** ;
- **consommation liée à la richesse financière et immobilière,** très élevée et en hausse **(graphique 5).** La hausse de la richesse avait **soutenu l'endettement des ménages** et fait chuter leur taux d'épargne jusqu'au début de 2008 **(graphique 6).** Aujourd'hui, le recul des prix de l'immobilier, de la demande de logements conduit au désendettement et au recul de la consommation **(graphiques 7a/7b).** Les estimations économétriques montrent que le taux d'endettement des ménages britanniques pourrait baisser de 70 points de revenu et leur taux d'épargne encore s'accroître de 6 points ;
- **immigration (graphique 8)** aussi bien de qualifiés que de non qualifiés **(tableau 1),** attirée par les créations d'emplois et la faible pression fiscale. **La proportion de qualifiés dans l'immigration est extrêmement importante** ;
- **l'amélioration des termes de l'échange due à la monnaie forte (graphique 9).**

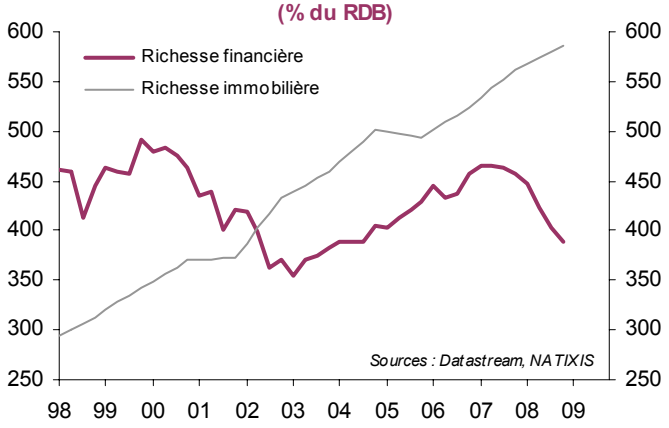
Graphique 4a
Royaume-Uni : emploi dans les secteurs
(100 en 1998:Q1)



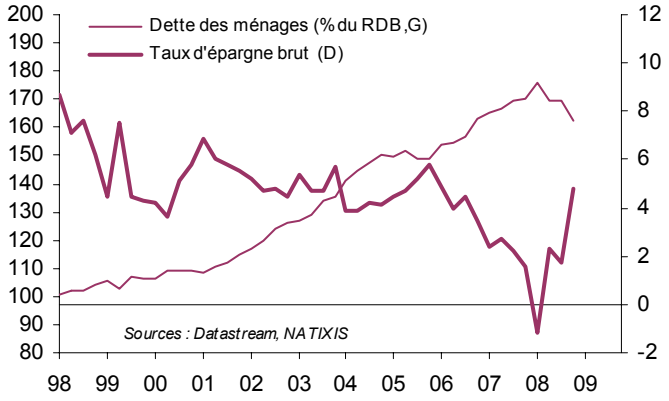
Graphique 4b
Royaume-Uni : emploi dans les secteurs
(en % de l'emploi total)



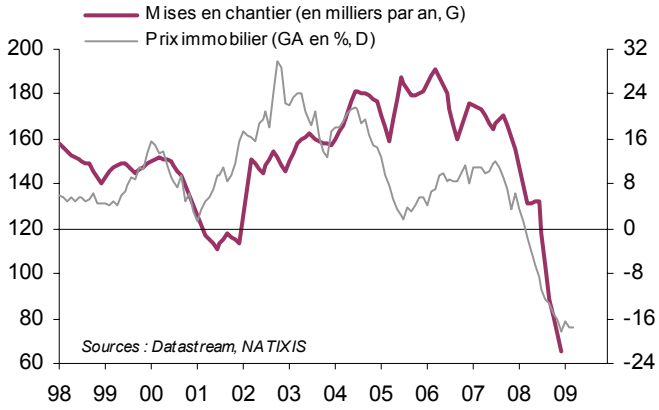
Graphique 5
Royaume-Uni : richesse des ménages
(% du RDB)



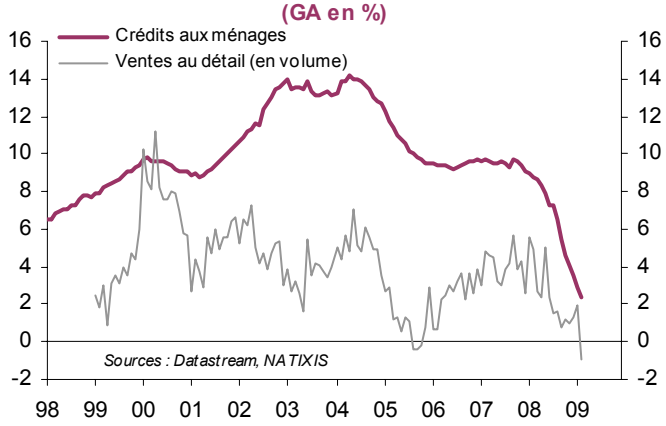
Graphique 6
Royaume-Uni : taux d'épargne et dette ménages



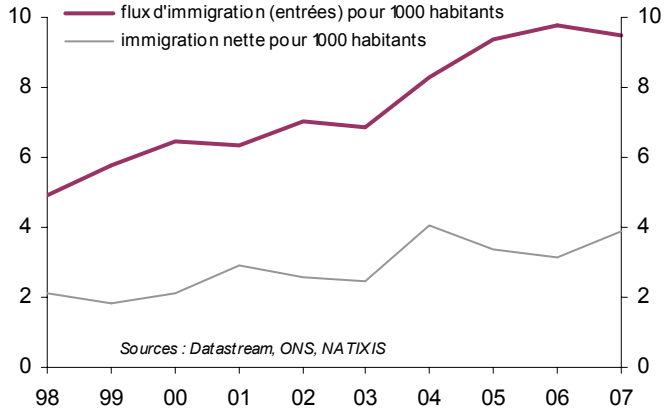
Graphique 7a
Royaume-Uni : mises en chantier et prix immobilier



Graphique 7b
Royaume-Uni : crédits et ventes au détail (GA en %)



Graphique 8
Royaume-Uni: immigration (flux)



Graphique 9
Royaume-Uni : PIB, taux de change effectif et prix des importations

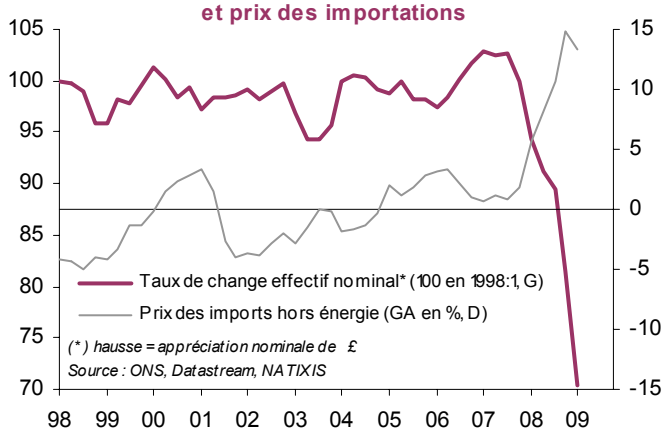


Tableau 1
Immigration par niveau d'éducation (2007)

en % du total	Royaume Uni
Primaire	40,6
Secondaire	24,5
Tertiaire	34,8

Source : OCDE « A profile of immigrant populations in the 21st century » 2008

Tableau 1 bis
Immigration totale et qualifiée

	Nombre d'immigrants (Milliers)		Immigrants (% population)		Proportion de diplômés de l'université (de l'éducation supérieure (%)			
					Dans la population		Dans les immigrants	
	1990	2000	1990	2000	1990	2000	1990	2000
Royaume-Uni	2779	3639	6,8	8,3	13,9	17,8	20,5	34,5

Source: F. Docquier, A. Marouk (2005) "International Migration by education atainment, 1990-2004" in World Bank, International Migration, Remittances and the Brain, Drain, C. Özden, M. Schmiff éditeurs.

La chute de la livre sterling due à la crise, compte tenu de la taille du déficit commercial **(graphique 2 plus haut),** pénalise plus le Royaume-Uni par **la hausse induite des prix des importations (graphique 9)** qu'elle n'améliore le commerce extérieur en volume. Un pays comme le Royaume-Uni, important une forte proportion de sa demande de produit industriels, a besoin d'une monnaie forte pour réduire le coût de ses importations.

Les perspectives de croissance forte à partir de 2011, annoncées en avril 2009 par le gouvernement britannique en même temps que le budget **(tableau 2), sont donc totalement irréalistes,** compte tenu de cet ensemble de facteurs qui vont affaiblir l'économie britannique.

Tableau 2
Perspectives de croissance du gouvernement 2009-2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PIB (volume, en % par an)	-3,5	1,25	3,5	2,75	2,75	2,75	2,75

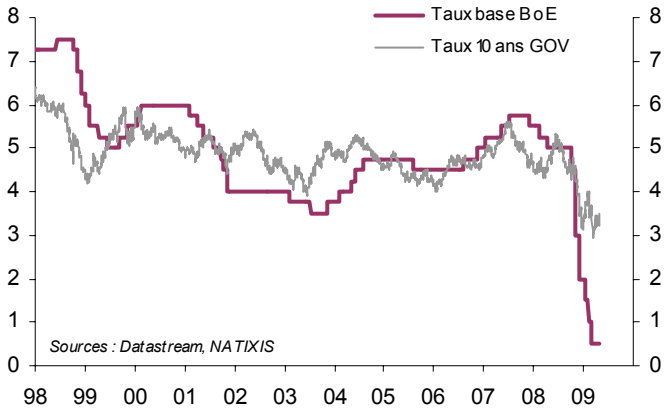
Source : HM Treasury

Peu à attendre des politiques économiques

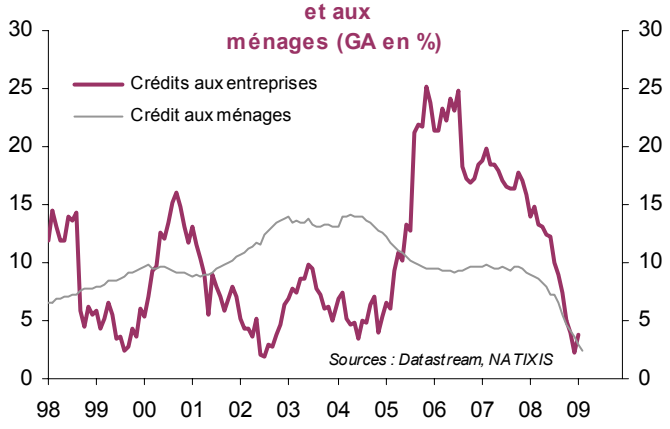
De plus, il faut attendre peu d'aide des politiques économiques :

- **la politique monétaire n'a plus beaucoup de marges de manœuvre,** avec les taux d'intérêt proches de 0 **(graphique 10)** et le programme mis en place d'achats de titres par la Banque d'Angleterre **(Encadré 1)** pour faire baisser les taux d'intérêt à long terme. Le crédit continue à ralentir **(graphique 11a)** avec le besoin de désendettement aussi bien des ménages **(graphique 6 plus haut)** que des entreprises **(graphique 11b)**, la taille des banques est beaucoup trop grande **(graphique 11b)** et devra été réduite pour limiter leur levier d'endettement.

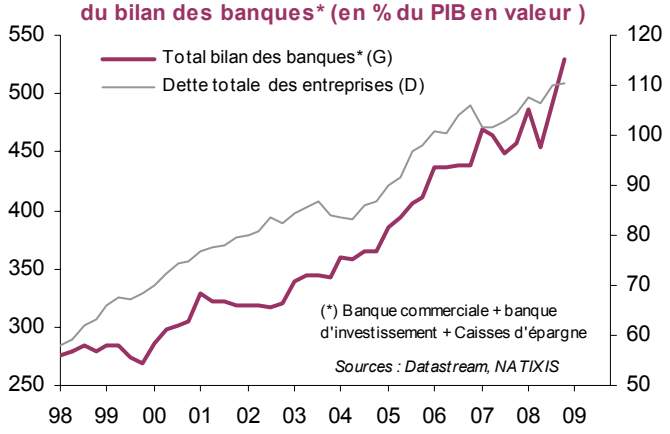
Graphique 10
Royaume-Uni : taux d'intérêt



Graphique 11a
Crédits bancaires aux entreprises et aux ménages (GA en %)



Graphique 11b
Royaume-Uni : dette des entreprises et taille du bilan des banques* (en % du PIB en valeur)



Encadré 1
Achats d'actifs par la Banque d'Angleterre

Royaume-Uni :

L'extension du programme « Asset Purchase Facility » (APF) a été annoncé le 5 mars dernier et autorise la BoE à acheter au maximum 150 Mds £ de titres, dont 50 MDS du secteur privé (commercial paper, corporate bonds, titres émis sous le programme Credit Guarantee Scheme (CGS), prêts syndiqués et ABS crées dans des structures viables) et des Gilts sur le segment 5-25 ans, financés par les réserves. Dans un premier temps, la BoE a annoncé un programme d'achat de 75 Mds £ sur trois mois (les achats ont débuté le 11 mars). Au 23 avril (soit 7 semaines), l'encours de titres achetés par la BoE s'élevait à près de 41 Mds dont 40 Mds financés par les réserves, un résultat en accord avec l'objectif de la BoE **(tableau3).**

Tableau 3
Encours des achats d'actifs par la BoE

Millions £	Commercial paper	Gilts	Corporate bonds	Total
Financés par des T-bills				
05-mars	985			985
Financés par les réserves				
26-mars	982	12993	128	14103
23-avr	1501	37999	504	40004
Total	2486	37999	504	40989

Source : BoE

- **les déficits publics massifs (graphique 1 plus haut)** seront peu efficaces :
  - avec la faiblesse de la croissance future, ils ne se réduiront pas spontanément, et la stabilisation du taux d'endettement public exigera **une forte augmentation de la pression fiscale.** Si elle est anticipée dès aujourd'hui, ceci conduira (par la « neutralité ricardienne ») à une hausse du taux d'épargne du secteur privé qui réduira la demande privée et rendra la politique budgétaire inefficace ;

- **le multiplicateur budgétaire est faible au Royaume-Uni (tableau 4),** parce qu'il s'agit d'une économie très ouverte et très importatrice. Ceci implique que **les relances budgétaires ont peu d'effet sur l'activité réelle au Royaume-Uni.**

Tableau 4
Effet d'une hausse de 1 point de PIB des dépenses publiques sur le niveau du PIB

	Etats-Unis	Zone Euro	Royaume Uni
	Effet sur le PIB	Effet sur le PIB	Effet sur le PIB
en T1	0,87	0,90	0,15
en T2	0,94	1,10	0,25
en T3	1,06	1,20	0,30
en T4 (1 an)	1,06	1,50	0,33
en T5	1,20	1,60	0,36
en T6	1,22	1,80	0,56
en T7	1,29	1,90	0,57
en T8 (2 ans)	1,30	1,90	0,58

Sources : modèle banques centrales, Natixis

Synthèse : quelle piste reste-t-il alors au Royaume-Uni ?

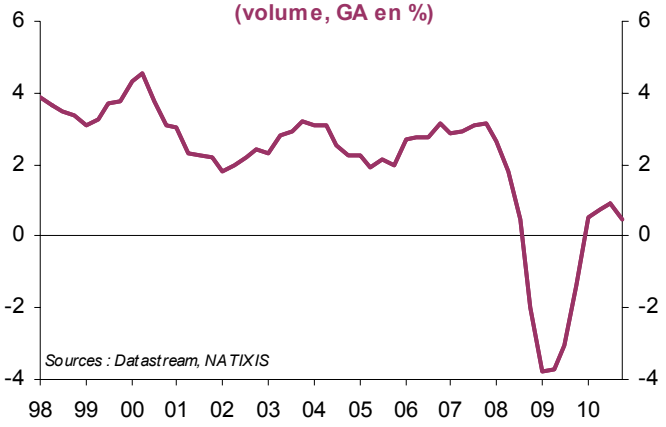
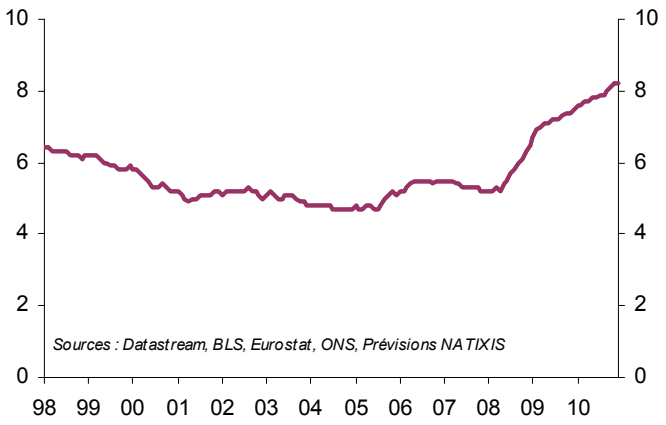
Si :

- **la croissance est durablement très faible (graphique 12a) et le chômage (graphique 12b) en hausse,** avec la disparition des piliers de la croissance (immigration, faible pression fiscale, endettement et richesse, finance, immobilier et construction…) ;

- **les politiques budgétaires et monétaires sont inefficaces,** la stabilisation de la dette publique nécessite une forte hausse de la pression fiscale ;

alors il est probable que l'attitude coopérative adoptée aujourd'hui par le Royaume-Uni ne tiendra pas. Le gouvernement britannique sera tenté de faire croître à nouveau la City (les services financiers plus globalement) par les mêmes méthodes que le passé : faible supervision et régulation, avantages fiscaux pour attirer les capitaux et les individus.

Graphique 12a
Royaume-Uni : croissance du PIB (volume, GA en %)



Graphique 12b
Royaume-Uni : taux de chômage (en %)