

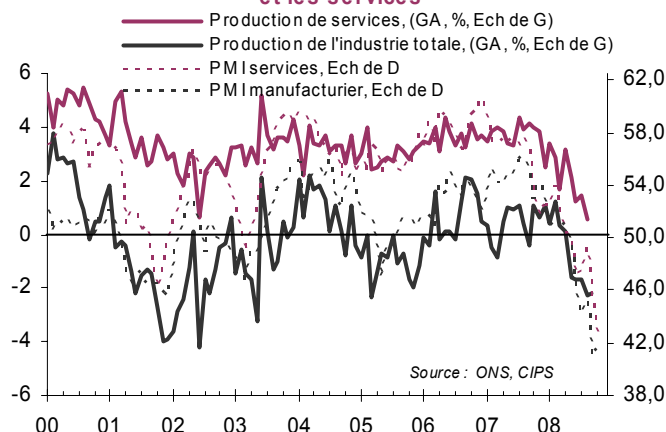
Le plan de relance britannique

Le pre-budget de novembre 2008 annonce un plan de relance pour l'économie britannique. Il s'élève à hauteur de 1,5% du PIB. Nous doutons de l'efficacité de la principale mesure annoncée sur la croissance : une baisse de 2,5% du taux de TVA. Elle aboutira à un creusement significatif du déficit qui va atteindre 8% du PIB d'ici 2009-2010. Il n'est pas sûr, dans un contexte fortement désinflationniste, qu'elle ait les effets escomptés en termes de soutien de la demande, fragilisant même la politique monétaire de la BOE.

Un budget déjà dans le rouge

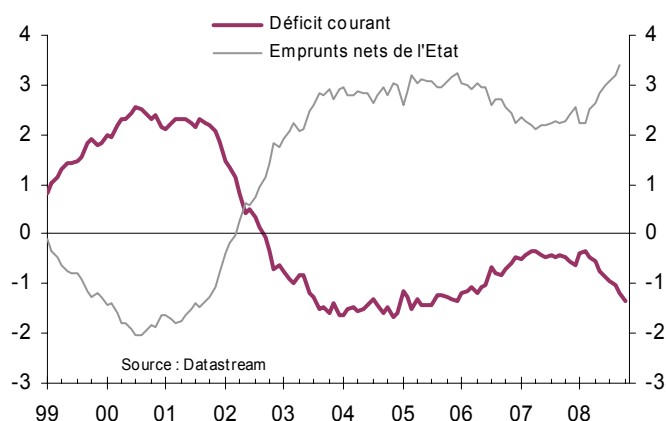
Le Royaume-Uni a été l'un des premiers pays qui sont entrés en récession. A cause de son exposition aux activités financières (qui représentent entre 7 à 15% du PIB selon les estimations) et à l'ajustement à la baisse des prix immobiliers, les conséquences de la crise financière sur l'économie réelle sont dramatiques. Tous les secteurs de l'économie souffrent (**graphique 1**). Le taux de chômage a progressé de 0,5% en quelques mois se situant d'ores-et-déjà à 5,8%. Les ventes de détail ralentissent rapidement : elles progressaient de plus de 6% en GA au début de l'année contre un peu plus de 1% en septembre.

Graphique 1 : activité dans l'industrie et les services



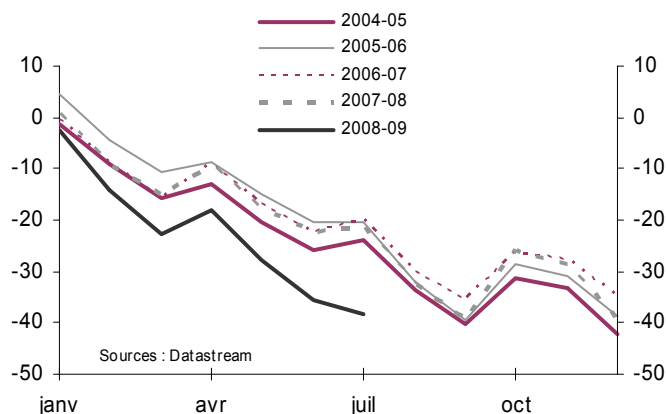
Ce ralentissement généralisé de l'activité, aussi bien du côté de l'offre que de la demande, a provoqué une baisse des recettes fiscales et l'augmentation des dépenses liées aux différentes formes de protection sociale. Cette dégradation automatique des comptes de l'Etat s'observe directement dans le **graphique 2**. On voit que l'ouverture du déficit courant de l'Etat est responsable en grande partie de la forte progression de son besoin de financement.

Graphique 2 : déficit courant du secteur public Britannique (% du PIB)



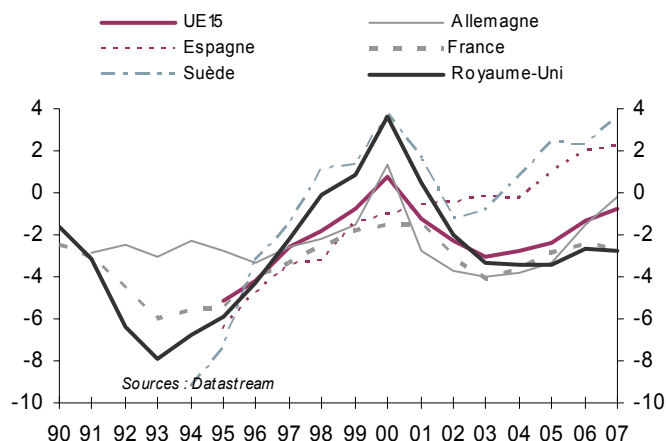
Par rapport aux années précédentes, l'ouverture du déficit public est spectaculaire (**graphique 3**).

Graphique 3 : déficit cumulé au sens de Maastricht (milliards de Livres)



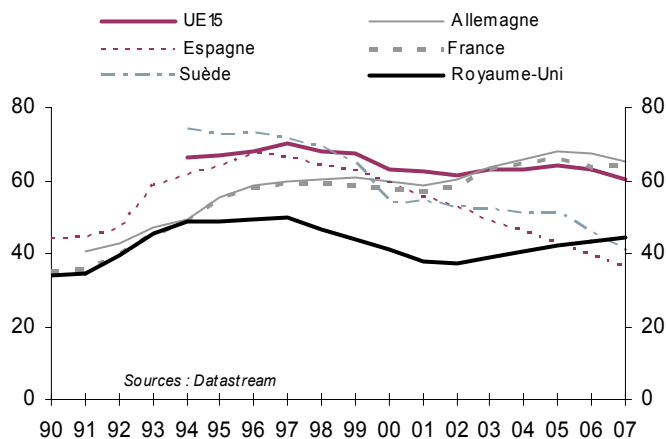
L'annonce de ce pre-budget 2008 s'inscrivait donc dans un contexte franchement dégradé en ce qui concerne les comptes publics britanniques. Le Royaume-Uni faisait en outre partie, au cours des dernières années des mauvais élèves européens en termes de respect des critères de Maastricht (**graphique 4**). Rappelons néanmoins que le Royaume-Uni n'est qu'« invité » à respecter ces critères étant donnée sa non-participation au projet de monnaie unique.

Graphique 4 : solde budgétaire (% du PIB)



Par ailleurs, le Royaume-Uni dispose de marge de manœuvre du point de vue de l'endettement (**graphique 5**), ce qui explique outre l'exposition, plus importante au choc actuel, l'activisme plus prononcé de ce pays en termes budgétaires pour amortir ce choc.

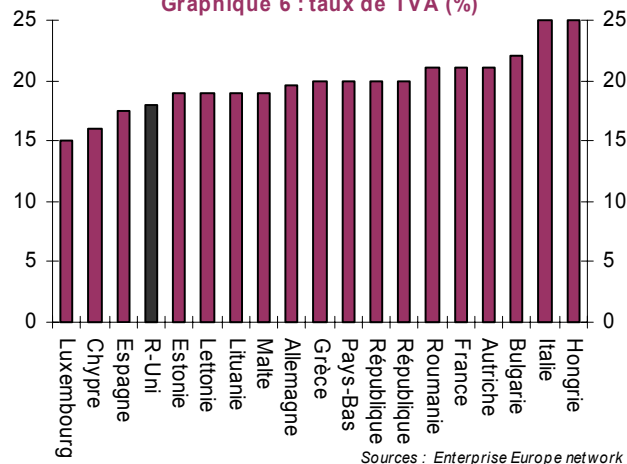
Graphique 5 : dette publique (% du PIB)



Les mesures annoncées dans le pre- budget 2008-2009

La principale mesure annoncée par Alistair Darling, chancelier de l'Echiquier, concerne une baisse du taux de TVA de 17,5% à 15% (il existe un taux réduit pour certains produits de 5% et des exemptions de taxes pour d'autres produits). Avec un tel niveau de taxe, le Royaume-Uni se place désormais au niveau du seuil minimum accepté au sein de la Communauté européenne (**graphique 6**, taux de TVA avant annonce de la décision). Cette décision représente un cadeau fiscal en direction des ménages de l'ordre de 12,5 milliards de Livres (0,9% du PIB) et pour les entreprises qui peuvent décider de répercuter ou non la baisse. Cette décision prend effet à partir de lundi prochain et a vocation à n'être que temporaire avec un retour anticipé au niveau des 17,5% à horizon de début 2010.

Graphique 6 : taux de TVA (%)



Les autres mesures annoncées au sein de ce plan de relance sont les suivantes :

- 3 milliards (0,2% du PIB) de dépenses d'investissement dans des travaux d'infrastructures, le logement social et la promotion des énergies efficaces.
- Des aides pour les ménages en difficulté, après une perte d'emploi par exemple, dans le remboursement de leur prêt. Ces aides auront vocation à éviter une augmentation trop rapide des saisies immobilières (la procédure de saisie ne devant pas être lancée avant trois mois d'arriérés) et donc à offrir un outil supplémentaire de stabilisation du marché immobilier. Ce package immobilier atteint un montant de 1,8 milliards de Livres (0,12% du PIB).
- Un accroissement du financement du programme New-Deal et des Job-center en faveur des chômeurs à hauteur de 1,3 milliards de Livres (un peu moins de 0,1% du PIB).
- Un plan de soutien aux petites et moyennes entreprises, composé d'avantages fiscaux, d'assistance au financement de court terme et de garantie par l'Etat de leur investissement.

Les autres mesures qui s'inscrivent dans ce plan de relance, moins significatives du point de vue de leur ampleur, concernent : une augmentation de 130 Livres du niveau de salaire imposable après celle de 600 Livres (mise en place en mai 2008) qui est définitivement validée ; un avancement de la date d'application d'aides supplémentaires aux ménages ayant des enfants et aux retraités. Au total, le stimulus fiscal atteint 20 milliards de Livres et même 25 milliards de Livres avec l'ensemble des mesures qui ont été annoncées depuis le début de l'année fiscale 2008, ce qui représente en moyenne une impulsion budgétaire de l'ordre de 1,5% du PIB.

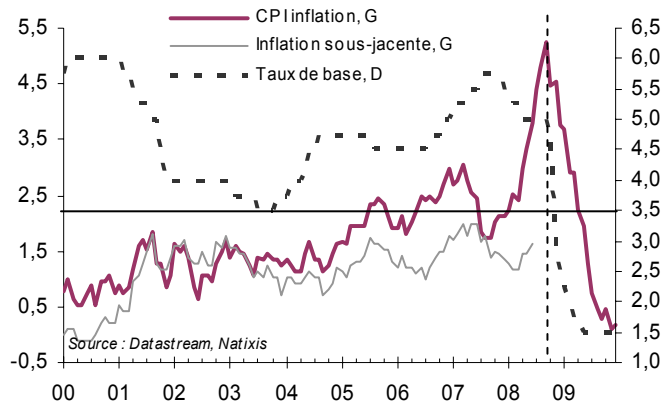
Ce plan va-t-il être efficace ?

Nous restons mesurés sur l'efficacité de ce plan de relance budgétaire. Du côté positif, nous pouvons souligner qu'il est coordonné au niveau global (les plans de relance vont se succéder, réduisant par là-même l'effet négatif sur la croissance via le multiplicateur d'importations) et coordonné avec la politique monétaire (elle s'est sensiblement assouplie et va continuer à s'assouplir) ce qui est gage d'efficacité. De plus son ampleur est significative (1,5% du PIB). Enfin, cela va donner des marges de manœuvre aux entreprises en termes de trésorerie, ce qui est très important dans un contexte où il devient de plus en plus difficile de se financer à court terme.

Du côté négatif, nous pensons que le soutien de la croissance ne sera que temporaire, alors que l'ajustement qui est en train de s'effectuer nécessite selon nous un engagement sur le long terme. Nous assistons et allons assister à un phénomène de désendettement des ménages qui va induire la progression du taux de chômage et le rattrapage de ce dernier par le taux d'épargne. Sur le long terme, les deux valeurs se suivent au Royaume-Uni, le taux d'épargne ayant été poussé à des niveaux artificiellement bas avec l'endettement excessif des ménages. La progression à attendre du taux d'épargne (voir note mensuelle d'octobre) et la vague de désendettement qu'il accompagne seront un mouvement face auquel ce stimulus fiscal aura peu d'effet. Notre équation de taux d'épargne accorde peu de poids à l'inflation (effet d'encaisse réelle) qui va être principalement affectée par la réduction du taux de TVA.

Cette baisse ne pourrait être que partiellement transmise sur l'indice des prix à la consommation, de nombreux produits faisant l'objet de dérogations (certains produits d'alimentation, soins aux enfants, coûts de transport au travail, éducation, services médicaux et financiers...). Nous estimons à 15% du poids total du CPI l'importance de ces produits concernés par des dérogations. La réduction de 2,5 points de la TVA a donc un potentiel de baisse totale de l'inflation de 2,125%. Les entreprises dont le turnover est inférieur à 67000 livres sont exemptes de TVA et dans un contexte de ralentissement des prix brut et de ralentissement de la demande, toutes les entreprises vont avoir des comportements de préservation de marge. Finalement, nous révisons à la baisse nos prévisions d'inflation de 1% en cumulé après impact de cette baisse de la TVA (**graphique 7**).

Graphique 7 : inflation et taux de base au Royaume-Uni



Cela signifie que l'inflation pourrait approcher des 0% pendant quelques mois. La BOE exprimait dès le dernier rapport d'inflation des craintes quant aux pressions désinflationnistes et cette dernière décision va accroître ces craintes. La BOE entrevoit la possibilité d'une situation de déflation, situation où la politique monétaire n'est plus efficace. Or on sait que la politique monétaire est traditionnellement très efficace au Royaume-Uni du fait du fort endettement des ménages et de la part importante des prêts à taux variable. La décision de baisser le taux de TVA fragilise à terme l'instrument monétaire. De plus, la baisse de la TVA ne touche pas les frais hypothécaires car ils en sont exemptés, cela n'apporte donc pas d'aide supplémentaire aux ménages dans le domaine.

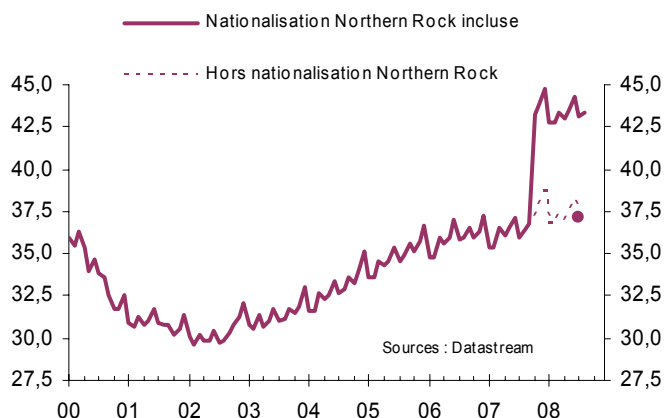
Les effets de ces mesures sur les comptes de l'Etat

Pour financer ce plan, le gouvernement prévoit :

- D'accroître de 5 milliards de Livres les objectifs annuels de réduction des dépenses budgétaires liées à la rationalisation de ces dernières.
- De restreindre les réductions d'impôt des ménages qui touchent plus de 100000 livres par an (à partir d'avril 2010) et augmenter le taux d'impôt de la catégorie des plus favorisés de 40% à 45% (à partir d'avril 2011).
- D'augmenter les taxes sur l'alcool et le tabac et aussi sur les carburants après la baisse constatée du prix de ces derniers.

Au final, le déficit de l'Etat va atteindre 5,3% du PIB pour l'année fiscale 2008-2009 et 8% du PIB pour l'année 2009-2010. Le retour en dessous de la barre des 3% n'est prévu qu'à horizon de 2013-2014. La dette de l'Etat serait à hauteur de 57,4% du PIB à cet horizon contre 36% en 2007-2008. Il est clair que le Royaume-Uni ne va pas respecter avant longtemps les critères de Maastricht. Néanmoins, ce pays ne sera pas isolé dans ce cas et n'a pas vocation à adopter la monnaie unique à court terme. Bien plus grave, le gouvernement travailliste ne va pas respecter ses propres règles budgétaires, règles sur lesquelles il avait construit, avec en outre l'indépendance accordée à la BOE, sa crédibilité économique. La règle d'or prévoyait de ne pas emprunter au cours du cycle pour financer les dépenses courantes. La règle de l'investissement soutenable prévoyait de ne pas dépasser au cours du cycle la barre des 40% du PIB en termes de dette publique. Cette dernière a été mise à mal dès la nationalisation de Northern Rock (**graphique 8**). La nationalisation de Bradford & Bingley et le plan de recapitalisation des banques ont donné un coup fatal à cette règle.

Graphique 8 : dette publique du Royaume-Uni (% du PIB)



Ces règles sont remplacées, étant données les circonstances exceptionnelles, par un objectif d'équilibre budgétaire qui vise l'équilibre de la balance courante ajustée du cycle à horizon de 2015. Cela signifie que l'Etat devra dégager des excédents courants à partir de 2010-2011, ce qui peut sembler optimiste au vu de l'ajustement majeur qui est en train de s'effectuer au niveau macroéconomique. Néanmoins, nous pensons que les prévisions du gouvernement en termes de prévisions de croissance sont réalistes avec une fourchette annoncée de -0,75% / -1,25% en 2009. Néanmoins, un retour au potentiel de croissance (2,75%) en 2011 nous semble exagéré. L'ampleur du stimulus fiscal (1,5% du PIB) est finalement conforme à ce que nous attendions, les ordres de grandeur qui avaient été annoncés s'étalant entre 1 et 2% du PIB. Notre scénario de croissance reste le même, cette dernière devrait atteindre -1% en 2009 contre 0,9% en 2008 et 3% en 2007.

Le programme d'émission du DMO (Debt management office)

Les décisions de ce budget conduisent à un besoin net de refinancement supplémentaire de 85 milliards pour l'année fiscale 2008-2009 qui vont aboutir finalement aux émissions supplémentaires suivantes : +15,4 milliards de bills, +37.8 milliards de gilt court terme, +17,3 milliards de gilt moyen terme, +6,3 milliards de gilts long terme et +2 milliards d'indexées. Le tableau suivant décrit les émissions pour les années fiscales suivantes.

Prévisions d'émission de Gilts (milliards de Livres)

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Projections de déficit	126	108	97	80
Amortissement de dette négociable	17	39	38	24
Besoin de financement	143	147	135	104
Variations de ce besoin de financement depuis mars 2008	77	67	57	48

Source : DMO