

ROYAUME-UNI

14

UN SOUTIEN BUDGETAIRE ESSENTIEL

La croissance britannique s'est légèrement contractée au T2 mais l'économie ne devrait pas entrer en récession avant le T4. D'une part, le marché du travail continue d'opérer au plein-emploi, ce qui permet d'amortir en partie le choc d'inflation sur le pouvoir d'achat. D'autre part, le nouveau plan gouvernemental de soutien aux ménages et aux entreprises devrait atténuer la hausse des prix de l'énergie à venir. Face à une inflation persistante, la Banque d'Angleterre (BoE) accélère encore sa normalisation monétaire, au risque de précipiter la contraction de l'économie.

Le Royaume-Uni a subi une légère contraction de son PIB au T2 2022 (-0,1% t/t), qui s'explique principalement par le repli de la consommation des ménages (-0,2% t/t) et la baisse des dépenses publiques (-2,9% t/t). Selon nos prévisions, l'économie britannique devrait rebondir très légèrement au T3 grâce au plan de soutien du gouvernement de Boris Johnson, avant de connaître une contraction marquée du PIB au T4 2022, dans un contexte d'inflation persistante et de remontée des taux d'intérêt. Cette contraction du PIB pourrait être en partie atténuée par les nouvelles mesures de soutien annoncées par Liz Truss. Pour le moment, les enquêtes sur le climat des affaires signalent une contraction de l'activité industrielle et un ralentissement de l'activité du côté des services.

Bien que l'inflation ait légèrement ralenti en août (9,9% a/a), reflétant principalement une baisse des prix du carburant (86,2% a/a contre 114,1% en juillet), elle continue de se diffuser, comme en témoigne l'augmentation de l'inflation sous-jacente (6,3% a/a). L'inflation devrait continuer de croître pour atteindre un pic (probablement autour de 13,8% au T1 2023¹), avant de ralentir, tout en restant bien au-dessus de la cible de 2% d'inflation.

Par ailleurs, les tensions sur le marché du travail, qui opère toujours à son plein-emploi (3,6% de taux de chômage entre mai et juillet), soutiennent la progression des salaires (+5,5% a/a en termes nominaux entre mai et juin, soit -2,6% en termes réels), ce qui atténue quelque peu le choc d'inflation pour les ménages. S'il n'existe pas de boucle prix-salaires pour le moment, les augmentations de salaires dans certains secteurs (transports, services postaux, etc.) devraient ralentir le rythme de désinflation en 2023.

Face à une inflation persistante et un marché du travail robuste, la BoE a accéléré la remontée de ses taux directeurs, avec une nouvelle hausse de 50 points de base lors de sa réunion du 22 septembre, portant le taux directeur à 2,25%. La BoE a, par ailleurs, annoncé le début de la vente des titres de dette du Trésor britannique (*gilts*) détenus dans le cadre de son programme *Asset Purchase Facility* (APF). Cette réduction de portefeuille de GBP 80 mds sur 12 mois devrait renforcer la normalisation monétaire et accroître la pression sur les finances publiques, déjà affectées par les récentes annonces budgétaires.

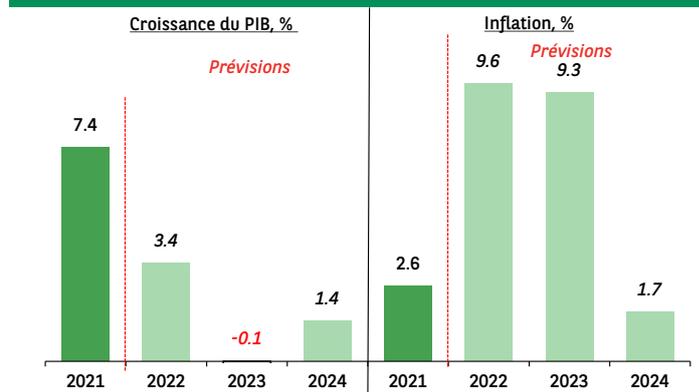
« LOW TAX, BIG STATE »

Pour faire face à la crise énergétique et à la hausse du coût de la vie, Liz Truss n'a eu d'autre choix que de mettre en place un plan de soutien massif à l'économie. D'une durée de deux ans à compter du 1^{er} octobre, ce programme s'articule autour de trois mesures. Le plan prévoit d'abord de plafonner la facture moyenne de gaz et d'électricité pour les ménages à GBP 2 500 par an, bien en dessous des GBP 3 548 estimées par l'Ofgem (autorité de régulation de l'énergie britannique). Pour ce faire, le gouvernement prépare une « garantie du prix de l'énergie » au niveau des fournisseurs ainsi que la suppression temporaire de la taxe environnementale sur l'énergie (*green levy*). Ce programme vient s'ajouter au plan de soutien des ménages (GBP 37 mds) annoncé en juin qui prévoyait notamment une aide ciblée (GBP 400 mds) pour les ménages les plus vulnérables.

Du côté des entreprises, le gouvernement propose de mettre en place un mécanisme de « garantie du prix de l'énergie » similaire, pour une durée de six mois, avant d'évoluer vers un dispositif plus ciblé, dont les mesures n'ont pas encore été précisées.

¹ Ce chiffre ne prend pas en compte les effets du nouveau plan de soutien. Les récentes mesures gouvernementales devraient nettement réduire l'inflation.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

La troisième mesure phare du plan de soutien vise à garantir la stabilité sur le marché de l'électricité en assurant une liquidité suffisante. Le *HM Treasury* et la BoE vont mettre en place un fonds de liquidité (*Energy Markets Financing Scheme*) d'un montant de GBP 40 mds pour faciliter les appels de marge massifs auxquels font face les acteurs de marché.

Si les mesures de ce plan sont nécessaires pour atténuer le choc inflationniste, son ampleur pèsera lourdement sur les finances publiques. Selon les estimations du gouvernement, ce plan coûterait entre GBP 100 et 200 mds (soit entre 4,5 et 9% du PIB), bien au-dessus des GBP 80 mds du plan de soutien aux ménages lors de la crise du Covid-19. Le *Debt Management Office* (DMO) devrait publier prochainement une estimation plus fine des conséquences budgétaires de ce plan sur les finances publiques. Jusqu'à présent, aucune mesure compensatoire n'a encore été annoncée, le plan serait donc financé par un recours accru à l'emprunt public.

Les politiques fiscale et budgétaire annoncées mettent sous pression les finances publiques britanniques. D'un côté, Liz Truss annonce un plan de soutien sans mesure compensatoire. De l'autre, sa promesse de campagne de faire de la baisse d'impôt pour les ménages et les entreprises (d'environ GBP 30 mds) sa priorité, pourrait creuser davantage le déficit public. Conséquence directe de cette détérioration des perspectives budgétaires, les *gilts* (titres du Trésor britannique) ont vu leur rendement fortement augmenter sur l'ensemble de la courbe des maturités. Pour la première fois depuis 2011, le rendement des obligations souveraines à 10 ans (*10Y gilts*) a dépassé 3,2%. L'autre évolution remarquable se situe du côté du marché des changes : malgré ces taux d'intérêt plus élevés, la livre sterling a, en effet, continué sa chute, notamment vis-à-vis du dollar. Le 19 septembre, la GBP est tombée à 1,1410 USD, son plus bas niveau depuis 1985.

Félix Berte

felix.berte@bnpparibas.com