

Commentaire hebdomadaire

Stratégie d'investissement

N° 504 – du 15 au 20 février 2010

Royaume-Uni : la dette en héritage

Capitale de la finance mondiale, pays le plus tertiarié d'Europe, le Royaume-Uni a payé l'un des plus lourds tributs à la crise financière. D'après la Banque d'Angleterre (BoE), le coût pour le secteur public a été de 20% du PIB de 2007, contre 18% aux Etats-Unis et 5% en zone euro. Ce coût exorbitant menace aujourd'hui de déstabiliser les finances publiques. Le gouvernement issu des urnes au printemps prochain devra s'atteler à un assainissement budgétaire drastique, sur fond de reprise fragile de l'économie. La normalisation d'un *policy mix* de crise s'avérera ardue face aux nombreux écueils hérités du modèle d'économie d'endettement instauré par les Conservateurs dans les années 80 et pérennisé par les Travailleurs.

Une reprise vigoureuse au premier semestre...

Le Royaume-Uni est péniblement sorti de sa plus longue récession (six trimestres) au 4T09. La croissance a atteint un maigre 0,1%(T), bien en deçà des 0,4% attendus. Le détail par composantes n'est pas encore disponible, mais les enquêtes suggèrent une forte contribution de la consommation privée, en biens durables surtout (prime à la casse, anticipations de remontée de la TVA), et des dépenses publiques. Le restockage devrait également participer à ce rebond, et même accroître sa contribution à la croissance au 1S10 (environ 3% du PIB). La contribution de ce « super cycle » des stocks et les effets stimulants de la dépense publique devraient garantir une accélération de la croissance à près de 2,5% r.a. au 1S10. L'élan de la politique fiscale en ce début d'année 2010 est en effet très élevé (environ 3,8% du PIB). Même si l'effet multiplicateur est limité dans une économie aussi ouverte que le Royaume-Uni, l'impulsion donnée au PIB serait de l'ordre de 3,5% pour le 1S. Les enquêtes du côté de l'offre corroborent cette tendance. L'indice PMI pour l'industrie a bondi en janvier à son plus haut depuis 2003 (56,7) ; son pendant pour les services s'est légèrement replié à 54,5 (après 56,8 au 4T), mais reste devant celui de la zone euro (52,5) et des Etats-Unis (50,5). Dans les services, les données de production signalent un fort rebond du commerce de détail, en ligne avec les bons chiffres de ventes au détail (+2,7%(T) r.a.) au 4T09). Le

sondage de la BoE suggère une accélération de cette tendance au 1T10, malgré la hausse de la TVA. Dans le secteur clé de la finance, le creux de la récession a été atteint en août 2009. Enfin, dans la construction, le rebond des commandes (+50% depuis 2T09) et des mises en chantier (+58% depuis 4T08) suggère une contribution fortement positive à la croissance au 1S10.

... sur des bases fragiles

Néanmoins, la pérennité de cette reprise n'est pas assurée. Par delà le rebond technique dû aux stocks, la demande privée reste dépendante des divers soutiens budgétaires et monétaires. Ainsi, la consommation privée était toujours en contraction au 3T09 si l'on exclut les ventes de voitures (5% de la consommation en volume). De même, le revenu disponible des ménages est artificiellement dopé par la hausse des transferts sociaux et la baisse de l'impôt sur le revenu, ainsi que par la réduction de la charge d'intérêt hypothécaire. Côté entreprises, le taux d'utilisation des capacités ne semble plus être un frein à la reprise de l'investissement, mais les intentions de dépenses sondées par la BoE restent mal orientées (-1,1 dans l'industrie, -0,6 dans les services), ce que confirme la langueur des commandes domestiques de machines (-22%(A) au 4T09). La situation de trésorerie des entreprises s'est pourtant améliorée, avec le retour à une capacité de financement positive (40% du flux d'autofinancement). Mais la priorité semble aller au désendettement. Même si la charge de la dette a baissé dans le sillage des taux d'intérêt (de 21 à 12% de l'EBITDA), le ratio d'endettement (dette nette/EBITDA) du secteur non-financier est toujours aussi élevé qu'en 2002, au sortir de la bulle Internet. L'atonie de la distribution de crédit bancaire conforte les entreprises dans leur attentisme. Le crédit au secteur productif était toujours en contraction en décembre (-1,8%(A)). Certes, les émissions d'actions et d'obligations au 4T09 ont compensé la baisse du crédit bancaire, mais les marchés de capitaux demeurent difficiles d'accès pour les PME. L'autre source d'inquiétude des entreprises est le potentiel de croissance de la demande finale à moyen terme dans une économie où ménages, Etat et secteur productif sont plombés de dette.

www.axa.com

Les multiples défis de la politique économique

Avant la crise de 2008, l'endettement des ménages britanniques était l'un des plus élevés au monde (164% du revenu disponible), juste derrière celui des Irlandais (175%). L'engrenage déflationniste du désendettement a pu être évité au Royaume-Uni grâce à la baisse rapide des taux et des soutiens budgétaires au revenu disponible. Le ratio d'endettement a décru à 154%, mais sa baisse s'explique depuis mi-2009 par la hausse artificielle du revenu disponible, la dette totale ayant repris sa hausse. Le marché immobilier a en effet rebondi rapidement : les prix ont cessé de chuter dès février 2009 (après -18% depuis le pic au 3T07), et repris 9% depuis (+5% pour l'immobilier commercial). Sur ce marché en pénurie structurelle, la baisse des taux et la disponibilité du crédit hypothécaire (notamment par les banques nationalisées) ont suffi à relancer les prix. Les données démographiques exigeraient la construction d'environ 225k logements par an ; or ce chiffre a à peine été frôlé pour la première fois en vingt ans au pic du dernier cycle, début 2006. La production a chuté à 122k en 2009. Les indicateurs avancés du secteur signalent que le marché devrait au mieux se stabiliser en 2010. Le sondage RICS rapporte une demande plus faible de la part des acheteurs, alors que l'offre secondaire rebondit fortement. En outre, le ratio prix/revenu des ménages est remonté de 4,3 à 4,9, comparer à sa valeur de long terme de 4. A ce prix-là, quel que soit le niveau des taux, une frange de la population est exclue du marché, tandis que les propriétaires captent une rente croissante au détriment des facteurs productifs de l'économie. Beaucoup dépendra, en 2010, de l'évolution des taux d'intérêt, notamment du *bank rate* de la BoE. Cette dernière est parvenue à enrayer l'effet de richesse négatif de l'immobilier (y compris sur le segment commercial, où les banques sont exposées à hauteur de 270mdGBP), mais au risque de regonfler une bulle aux conséquences économiques et sociales dangereuses.

Dans cette économie financée en majorité à taux variables, les politiques ultra-accommodantes de la BoE et de l'Echiquier ont donc réussi la prouesse de relancer la consommation de ménages surendettés et de replacer le marché immobilier en lévitation. A court-terme, le pari de la reprise semble gagné. Mais la normalisation de cette politique s'avèrera difficile. L'écartement du CDS souverain (90pdb à 5 ans) signale les craintes du marché quant à l'emballlement de la dette publique, passée de 36 à 62% du PIB en trois ans. Le déficit s'élève à 11,2% du PIB en 2009. La détérioration de 8 points de PIB depuis 2007 s'explique par le jeu des stabilisateurs automatiques (3 pts), et une dérive massive du déficit structurel (5 pts). Le déficit 2010 est attendu à 9% du PIB, le besoin de financement de l'Etat à 17%. Le plan de consolidation présenté par le gouvernement fin 2009 semble trop modéré : il prévoit une réduction du déficit d'environ 1,5% du PIB/an sur quatre ans, et une simple stabilisation du ratio dette/PIB en 2014. Nos simulations à partir du programme travailliste prévoient une stabilisation du ratio à 90% du PIB en 2016. Les Conservateurs militent pour un ajustement plus rapide des comptes publics. Néanmoins, l'urgence de l'ajustement n'est pas aussi pressante qu'en Grèce en

l'absence d'un effet « boule de neige » : le taux d'intérêt apparent sur la dette (3,2% en décembre) resterait suffisamment proche de la croissance nominale du PIB à partir de 2010 pour éviter une explosion du ratio de dette. Par ailleurs, la longue maturité de la dette (14 ans), reflet de la demande des fonds de pension, assure une grande inertie au taux d'intérêt apparent.

Cette marge de sécurité s'explique par le faible taux des Gilts, que l'on doit en 2009 à la politique monétaire menée par la BoE. Celle-ci a en effet monétisé 120% du déficit budgétaire 2009. Le besoin de normalisation des conditions monétaires se fait néanmoins sentir au vu des pressions inflationnistes latentes, et la BoE a annoncé en février une pause dans son programme de monétisation. Malgré un output gap de -6% du PIB potentiel, l'inflation des biens durables (+4,1%(A) en novembre, avant effets de la TVA) subit la baisse du Sterling de 2007-08 (-25% en nominal effectif). Les anticipations sont encore bien ancrées (*swaps*, *linkers*), mais cette dérive de l'inflation matérielle en sortie de récession illustre la sensibilité grandissante de l'économie à l'inflation importée, et donc au niveau du Sterling. Certes, le déficit courant s'est fortement réduit avec la récession (1,3% PIB fin 2009), mais la balance des capitaux voit des flux gigantesques liés aux ajustements de bilan des banques internationales. Les retraits d'eurodépôts (1,4trGBP en 2009) sont pour l'heure compensés par les ventes d'actifs externes des banques britanniques (0,8trGBP) et les entrées nettes d'investissement de portefeuille, essentiellement obligataires. Une détérioration de la perception du risque souverain accélérerait l'hémorragie d'eurodépôts et provoquerait des sorties du marché obligataire. La baisse consécutive de la livre enclencherait une spirale de regain d'inflation, hausse du risque souverain (20% de la dette est en outre indexée sur l'inflation), baisse du marché obligataire et sorties de capitaux. 28% de la dette publique est détenue par des étrangers, principalement des banques centrales émergentes, très sensibles à la liquidité et la stabilité de leurs investissements. La perte du rating souverain AAA entraînerait la vente massive de leurs avoirs en sterling (200mdGBP, soit 4% des réserves de change mondiales).

Conclusions

Les politiques économiques ultra-accommodantes des Travaillistes et de la BoE, appliquées à une économie flexible à l'extrême, ont réussi le pari de la reflation. Nous attendons une reprise vigoureuse au 1S (2,5%) suivie d'une modération au 2S (1,5%). Mais cette reprise demeure fragile. Les risques inflationniste et souverain imposeront une normalisation à marche forcée du *policy mix* en 2010. Les spécificités britanniques, change flottant et sensibilité aux taux courts, qui furent des atouts dans la sortie de crise, pourraient se muer en dangereux handicaps dans la normalisation. Risque inflationniste, souverain et cambiaire d'une part, contre risque de rechute déflationniste de l'autre, la voie de la normalisation du *policy mix* britannique est étroite. Il faut espérer que les élections du printemps renverront une majorité forte pour permettre à l'exécutif de réussir cette quadrature du cercle.

Raphaël GALLARDO

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement. Il a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations disponibles à une date donnée. Ainsi, compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, nous attirons votre attention sur le fait que l'évolution effective des variables économiques et des valorisations des marchés financiers pourrait s'écarter significativement des indications (projections, estimations, anticipations et hypothèses) qui vous sont communiquées dans ce document. En outre, du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document peuvent n'être que partielles. Elles sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et AXA Investment Managers Paris n'est pas tenu de les mettre à jour systématiquement.

Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations rendues publiques par les fournisseurs officiels de statistiques économiques, et de marché. La responsabilité d'AXA Investment Managers Paris ne saurait être engagée du fait des informations contenues dans ce document et notamment par une prise de décision de quelque nature que ce soit sur la base de ces informations.

En outre, compte tenu du caractère subjectif des analyses et jugements précités, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement utilisées ou suivies par les équipes de gestion d'AXA IM Paris ou de ses affiliés qui agissent en fonction de leurs propres convictions et dans le respect de l'indépendance des fonctions au sein de la Société.

Les destinataires de ce document s'engagent à ce que l'utilisation des informations y figurant soit limitée à la seule évaluation de leur intérêt propre en considération des stratégies visées. Toute reproduction partielle ou totale des informations ou du document est soumise à une autorisation préalable expresse de la Société.