

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

16 juin 2014 – N° 473

Les enjeux de l'indépendance de l'Ecosse

Lors du referendum sur l'indépendance de l'Ecosse qui aura lieu le 18 septembre, les Ecossais se prononceront sur leur appartenance au Royaume-Uni. En cas de victoire du « oui », l'Ecosse devrait acquérir son indépendance en mars 2016, si le calendrier est respecté.

D'un point de vue économique, l'objectif premier de l'indépendance concerne la politique fiscale, l'Ecosse ayant alors le contrôle des recettes et de leurs affectations en termes de dépenses, définies en fonctions de ses propres priorités.

Les enjeux économiques sont multiples - partage de la dette, attribution des réserves de pétrole en mer du Nord, place au sein de l'UE, hypertrophie du secteur bancaire « écossais » - et largement liés au système de change qui sera mis en place.

Le projet proposé par le gouvernement écossais repose notamment sur la conservation de la livre comme devise et par conséquent la création d'une union monétaire entre l'Ecosse et le Royaume-Uni. Une solution qui pose la question du rôle de la BoE, en particulier en cas de difficultés des banques écossaises, et qui est loin d'être soutenue par les autres britanniques.

En conséquence, si les indépendantistes l'emportaient, la question centrale du système de change serait au cœur des négociations entre l'Ecosse et le Royaume-Uni. Le processus s'annonce long et constitue une incertitude majeure qui pourrait affecter l'Ecosse et le Royaume-Uni.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteurs :

Nathalie Dezeure

Barbara Teixeira

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

BANQUE DE GRANDE CLIENTÈLE / ÉPARGNE / SERVICES FINANCIERS SPÉCIALISÉS

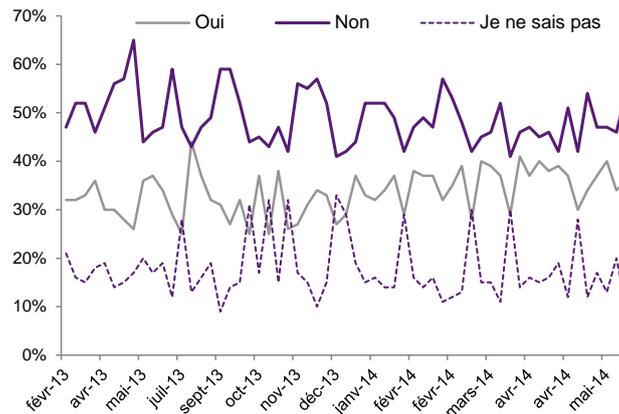


Qu'annoncent les sondages ?

L'accord d'Edimbourg, signé en octobre 2012 entre le premier ministre écossais Alex Salmond et David Cameron, prévoit la tenue d'un référendum sur l'indépendance de l'Ecosse le 18 septembre prochain. Tous les citoyens britanniques, européens et du Commonwealth résidents à cette date en territoire écossais seront appelés à donner leur avis sur la question de l'indépendance, officiellement soutenue par le Parti National (PNE) et par la campagne indépendantiste « Yes Scotland ».

Les sondages récents de « What Scotland Thinks » montrent que l'écart entre les partisans de l'indépendance et les opposants s'est resserré tout au long de l'année 2014 pour atteindre 3 points en avril (42% contre 39%) (**graphique 1**). Les dernières données suggèrent une évolution inverse, le « non » ayant à nouveau dépassé le seuil des 50% (principalement en raison d'une diminution des indécis).

Graphique 1
Enquêtes d'opinion sur l'indépendance de l'Ecosse



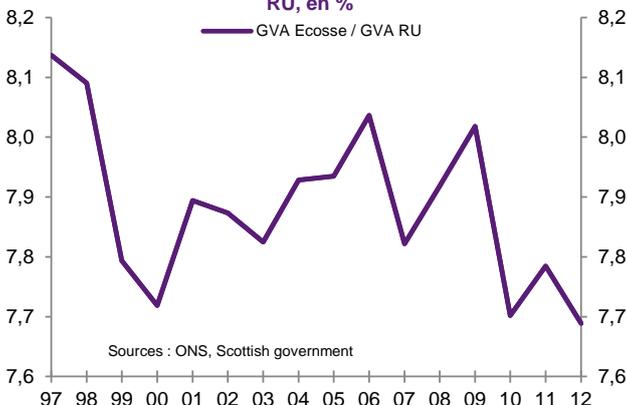
Source : What Scotland Thinks

L'économie écossaise versus l'économie britannique

L'Ecosse fait partie du Royaume-Uni depuis 1707 et possède aujourd'hui un parlement indépendant, le Holyrood, créée en 1998. Sa population est estimée à 8,3% de la population totale du Royaume-Uni, soit 5,3 millions d'habitants, et son PIB en valeur aux prix de base s'élevait en 2012 à approximativement £ 106Md ou 7,6% du PIB britannique (**graphique 2**).

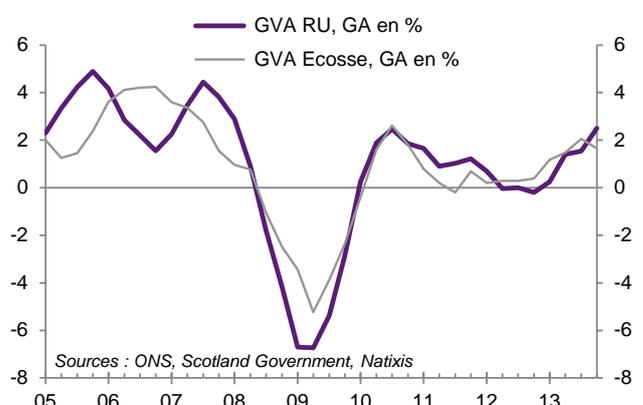
La trajectoire du PIB est sensiblement la même en Ecosse et au Royaume-Uni. Au cours des derniers trimestres, l'Ecosse a légèrement surperformé le Royaume-Uni et cela jusqu'à fin 2013 (**graphique 3**).

Graphique 2
Evolution du PIB de l'Ecosse en fonction du PIB du RU, en %



Sources : ONS, Scottish government

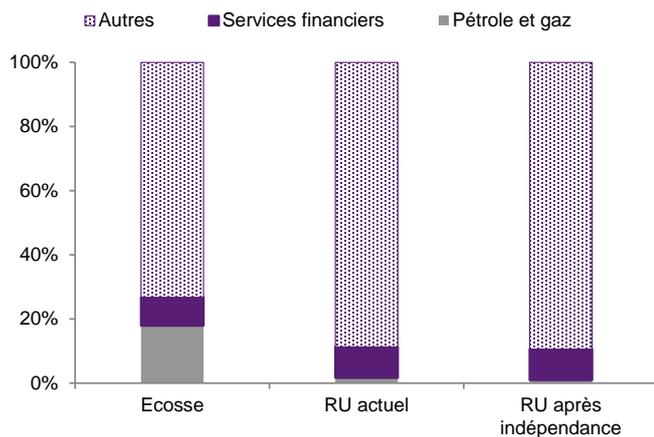
Graphique 3
Evolution de la GVA au RU et en Ecosse



Sources : ONS, Scotland Government, Natixis

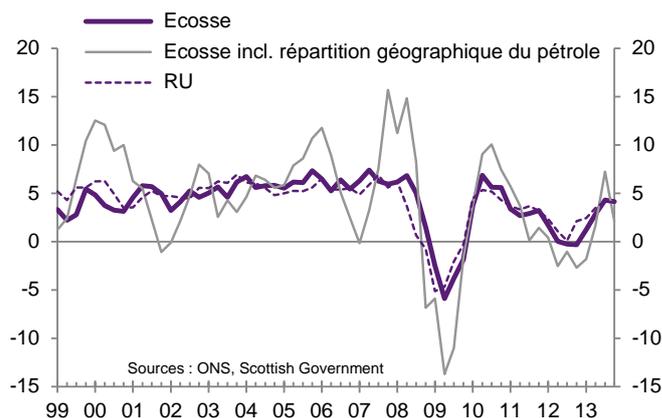
La structure de la VA diffère toutefois, en raison principalement du poids du secteur pétrolier en Ecosse (**graphiques 4 et 5**). Cette part sera par conséquent sensiblement plus faible pour le Royaume-Uni hors Ecosse (que nous désignerons dorénavant avec l'acronyme RUHE).

Graphique 4
Composition du PIB



Sources : Scottish Government, ONS, Natixis

Graphique 5
Evolution du PIB, % en GA



Sources : ONS, Scottish Government

Les enjeux de l'indépendance de l'Ecosse

Les enjeux de l'indépendance de l'Ecosse ne se limitent pas à une répartition du PIB. Ils sont multiples - partage de la dette, attribution des réserves de pétrole en mer du Nord, place au sein de l'UE, hypertrophie du secteur bancaire « écossais », soutenabilité des finances publiques - et largement liés au système de change qui sera mis en place.

Quel système de change pour l'Ecosse indépendante ?

Théoriquement, quatre options peuvent être envisagées :

- i- la conservation de la livre avec la création d'une union monétaire entre l'Ecosse et le RUHE ce qui nécessite des négociations ;
- ii- la conservation de la livre dans un système de change type « dollarisation » ;
- iii- l'adoption de l'euro ;
- iv- la mise en place d'une monnaie indépendante (change flottant ou peg).

Ces différentes options ont été largement exposées dans différentes analyses, notamment par le gouvernement britannique (*Scotland analysis: Currency and monetary policy*, Avril 2013).

i- Le projet défendu par le gouvernement écossais repose notamment sur la conservation de la livre comme devise et par conséquent la création d'une union monétaire entre l'Ecosse et le Royaume-Uni.

La conservation de la livre serait en effet une solution optimale. Ses bénéfices sont évidents : cela permettrait de minimiser les coûts de transaction, d'éliminer les risques liés au change et de faciliter les comparaisons de prix et la compétitivité. Alex Salmond, le Premier Ministre, a soutenu dans plusieurs discours le « pacte Sterling », qui implique la conservation de la livre comme monnaie et de la Banque d'Angleterre comme banque centrale de l'Ecosse indépendante.

L'opinion du côté sud de la frontière se montre pourtant divisée. Il existe en effet plusieurs conditions pour garantir l'optimalité d'une union monétaire. La situation en zone euro met en évidence les problèmes qui pourraient résulter d'une union monétaire mal construite.

Au sein du RUHE, l'opposition à une telle solution fait en effet consensus. Mark Carney et les principaux partis britanniques (le Labour, les Conservateurs et les Libéraux-démocrates) se sont déjà prononcés contre un tel scénario.

Les négociations nécessaires à la création de l'union monétaire s'annoncent donc particulièrement délicates.

Dans son discours du 29 janvier dernier, le président de la Banque d'Angleterre a souligné les conséquences d'une perte de souveraineté monétaire et en quoi cela affecterait la performance économique des deux pays. Si l'Ecosse garde la livre, la perte de l'autonomie monétaire dans un contexte d'économies divergentes peut potentiellement entraîner des déséquilibres financiers, l'Ecosse pouvant rencontrer des difficultés pour se financer et maintenir une certaine compétitivité.

D'après Mark Carney, une union monétaire nécessite une intégration institutionnelle, bancaire et fiscale complète, tout comme une mobilité importante du capital, du travail et des biens. Cela décrit la situation actuelle de l'Ecosse au sein du Royaume-Uni.

En cas d'indépendance, étant donné qu'un des principaux arguments qui soutiennent l'indépendance est une fiscalité propre, l'union monétaire s'avérerait plutôt contradictoire. Le cadre fiscal pourrait être de facto plus contraignant en termes d'objectifs pour les finances publiques et par conséquent les marges de manœuvre moins larges que ne le projettent les indépendantistes.

ii- Dans le cas d'un système de change type « dollarisation » (c'est-à-dire l'utilisation par un Etat souverain de la monnaie d'un autre Etat souverain, souvent sans le consentement du dernier), l'Ecosse adopterait la livre mais une union monétaire ne serait pas créée et la BoE ne serait plus la banque centrale écossaise.

Puisque la livre est déjà la monnaie écossaise, la mise en place un tel système ne serait pas trop coûteuse (absence de négociations, de coût de transition, pas de risque de conversion des actifs).

En contrepartie, l'Ecosse perdrait totalement la possibilité d'influencer la politique monétaire qui sera de facto imposée par la BoE. L'Ecosse n'aurait plus le droit d'émettre sa propre monnaie et se trouverait dans la nécessité de constituer des réserves de livres pour alimenter son économie, les institutions financières ne pouvant plus se refinancer auprès de la BoE.

Si l'Ecosse décide d'utiliser la livre sterling sans l'accord de la Banque d'Angleterre, elle devra donc faire d'importants efforts fiscaux et constituer de larges réserves de change, ce qui suppose des excédents courants significatifs. Un tel système pourrait compliquer le financement de l'Ecosse et l'exposerait à l'évolution du sentiment de marché.

iii- Une autre alternative serait l'adoption de l'euro comme monnaie de l'Ecosse indépendante. Une telle option présente d'importantes difficultés techniques et politiques.

Techniques car l'adoption de l'euro nécessiterait un régime de change de transition durant tout le processus d'adhésion à l'Union Européenne (UE) et à la zone euro. Politiques en raison du processus d'adhésion qui est long et dont le résultat est en loin d'être garanti. L'Ecosse indépendante devrait redéposer un dossier d'adhésion à l'UE puisque elle aurait quitté un pays membre. Le risque qu'elle encoure est celui d'un non-assentiment par au moins un des pays de l'UE, notamment par ceux qui connaissent des tensions séparatistes, comme l'Espagne. Pour ne pas encourager le comportement indépendantiste des régions, ces pays pourraient mettre leurs vetos à l'adhésion de l'Ecosse. Le président de la Commission Européenne, José Manuel Barroso, a déclaré en février que ce serait « très difficile, voire impossible » que le pays réussisse à intégrer l'UE.

En plus, l'intégration économique entre l'Ecosse et l'Union Européenne est beaucoup moins importante qu'avec le Royaume-Uni. Par conséquent, les conditions de convergence nécessaires à la réussite d'une union monétaire évoquées précédemment ne sont pas réunies et nécessiteraient d'importants ajustements, notamment en termes de finances publiques.

iv- Enfin, la mise en place d'une monnaie indépendante avec création d'une banque centrale écossaise constitue la quatrième possibilité.

Dans ce cadre, les coûts sont potentiellement élevés (changement de monnaie, risque de défiance et de fuites de capitaux, valorisation des actifs dans la nouvelle monnaie). Deux options se présentent : un cours flottant, qui est potentiellement source de chocs, en particulier en raison du poids du secteur pétrolier dans l'économie ; un peg, qui nécessiterait une politique budgétaire rigoureuse (excédents fiscaux et courants) afin d'éviter l'apparition de déséquilibres à même de fragiliser la devise.

Finalement, aucune de ces options ne semble pouvoir soutenir l'argument d'une indépendance fiscale, puisque dans la plupart des cas, la politique budgétaire se trouverait contrainte par la nécessité de conserver d'importantes marges de manœuvre (c'est-à-dire des excédents budgétaires) afin de pouvoir contrer l'absence d'autonomie de la politique monétaire et/ou de soutenir la parité.

Le partage des actifs et du passif entre le Royaume-Uni et l'Ecosse

De la question du modèle de change découle celle du partage des actifs et passifs entre le Royaume-Uni, d'une part, et l'Ecosse indépendante, d'autre part.

En ce qui concerne la division des actifs, la majorité des études prévoit qu'elle devrait être faite en fonction des critères géographiques pour les actifs tangibles « onshore » et proportionnelle au nombre d'habitants pour les actifs financiers. Les installations militaires devraient toutefois faire l'objet de négociations plus poussées, principalement étant donné qu'une des plus importantes bases navales du Royaume-Uni se situe en Ecosse.

D'après l' « Institut des Comptables Agréés en Angleterre et dans le Pays de Galles » (ICAEW), les négociations sur la répartition des actifs seront complexes et longues, avec différentes règles s'appliquant aux différents biens.

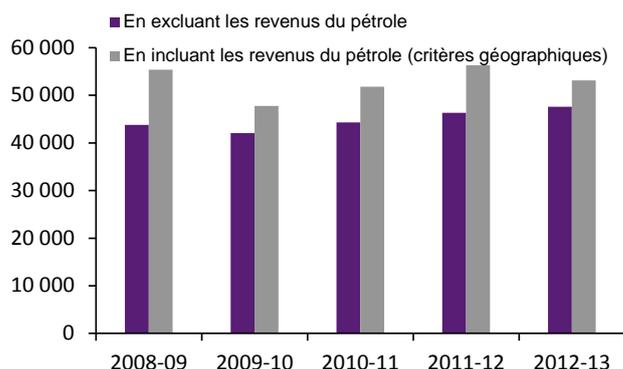
Les ressources en Mer du Nord

Le principal enjeu concerne non pas la division des actifs tangibles ou financiers, mais plutôt celle de actifs « offshore » c'est-à-dire des ressources de pétrole et gaz en Mer du Nord. L'exploitation de ces ressources naturelles est au centre de la campagne soutenant le « Oui », le succès et la prospérité d'une Ecosse indépendante reposant largement sur leurs revenus fiscaux espérés.

D'un point de vue géographique, 96% de la production pétrolière et 52% de la production de gaz se situent dans les eaux territoriales écossaises, l'Ecosse fournissant finalement 72% de la production totale d'hydrocarbures du Royaume-Uni. Cela représente toutefois plus de 90% des revenus fiscaux totaux provenant de ces ressources, étant donné la rentabilité supérieure des réserves situées plus au nord, dans la région au sud des Iles Shetland.

Les revenus du pétrole sont volatiles car dépendants de l'évolution du prix du Brent. Au cours des quatre dernières années, les revenus de l'exploitation pétrolière se chiffrent en moyenne à £ 8 Mds par an. Cependant, nous pouvons observer des variations de plus de 40% des revenus entre deux années (**tableau 1**). Une faible variation de cours peut rendre l'exploitation non rentable du fait du haut niveau d'investissement et des coûts opérationnels importants. Par ailleurs, plusieurs analyses montrent que les ressources pétrolières ne dureront pas plus de 30-40 ans en considérant le niveau d'exploitation actuel. D'après « Oil and Gas UK », l'équivalent de 15-24 milliards de barils de pétrole peut encore être extrait en mer du Nord. Finalement, si les revenus du pétrole sont essentiels pour garantir la soutenabilité de l'indépendance, ils ne sont pas suffisants pour assurer la prospérité de l'Ecosse (volatilité des volumes et des prix, durée limitée des ressources).

Graphique 6
Revenus fiscaux de l'Ecosse (en M de £)



Sources : Scottish Government,

Tableau 1

Revenus du pétrole en mer du Nord (en M de £)

2007-08	7 474
2008-09	12 456
2009-10	5 991
2010-11	8 406
2011-12	11 336
2012-13	6 632

Sources : Scottish Government, Natixis

Pour garantir une certaine stabilité des revenus pétroliers, limiter les effets des fluctuations des cours du pétrole sur les finances publiques et assurer de ce fait la soutenabilité fiscale du pays, le gouvernement écossais (« Scottish Government's Fiscal Commission Working Group ») propose la création de deux fonds pétroliers. Le « fond de stabilisation court-terme » et le « fond d'épargne long-terme » serviraient ainsi à lisser les probables écarts de revenus..

Le partage des ressources de pétrole implique également une détérioration de la balance commerciale de biens du Royaume-Uni, déjà déficitaire à hauteur de £108 Md en 2013. Etant donné que les exportations de pétrole écossaises s'élèvent à approximativement £20 Md et que le solde extérieur britannique en hydrocarbures est négatif, la perte en exportations et le besoin d'importer pour combler les le déficit énergétique dégraderaient la situation nette du RUHE.

Le partage de la dette

Du côté du passif, le partage de la dette publique pourrait se concrétiser de différentes façons : en fonction de la population, du PIB ou encore du poids de l'Ecosse dans les dépenses publiques du RU. Nous ne retenons que la division plus probable, qui prendra en compte les critères démographiques, à savoir que l'Ecosse deviendra responsable de 8,3% de la dette britannique totale.

Pour l'année 2013/2014, nous trouvons ainsi que l'endettement net du secteur public britannique s'élève à £1 272Md. De ce fait, la dette publique écossaise devrait s'établir aujourd'hui à £106Md. Cette mesure de la dette est différente de celle prise en compte dans le traité de Maastricht, l'« Endettement Brut des Administrations Publiques », qui est plus restrictive du fait de l'exclusion de la dette émise par les entreprises publiques.

Selon les critères de Maastricht et à partir des chiffres du PIB en valeur estimés pour l'Ecosse en 2013, nous pouvons calculer la proportion de la dette en fonction du PIB. Ainsi, la dette britannique s'élèverait aujourd'hui à 90% du PIB tandis que celle écossaise s'élèverait à 87%.

Tableau 2
Dette publique- Maastricht (en % du GDP)

	2013/2014		Prévisions 2016/2017	
	Royaume- Uni	Ecosse	Ecosse	RUHE
Endettement brut des adm. publiques	90%	87%	91%	92%

Sources : Scottish Government, ONS, Natixis

En raison de la complexité des négociations et du processus politique, l'indépendance de fait n'aura vraisemblablement pas lieu avant l'année fiscale 2016/2017, au mieux.

Les prévisions concernant le niveau de la dette et de PIB à cet horizon varient énormément selon les différents scénarios considérés, la répartition effective de la dette et, principalement, selon la répartition des ressources naturelles en Mer du Nord que nous venons de présenter.

Les prévisions situent la dette au sens de Maastricht entre 85%-95% pour l'Ecosse tandis que la dette britannique se situerait autour de 95% du PIB. L'écart significatif par rapport à la situation actuelle est dû à un gonflement du PIB et des revenus de l'activité pétrolière en Mer du Nord.

D'après le rapport publié par le Trésor britannique en janvier, en cas d'indépendance la dette ne serait pas « concrètement » transférée vers l'Ecosse mais continuerait à être honorée par le Royaume-Uni. L'Ecosse indépendante « *aura la charge d'une part juste et proportionnée des engagements financiers du Royaume-Uni en cours, mais aucune part du stock de dette émise par le Royaume-Uni ne sera transférée à l'Ecosse* ». Cela a pour but de rassurer les créanciers et d'éviter toute incertitude quant à un éventuel non-remboursement de la dette après indépendance. Les négociations porteront par conséquent sur la détermination de la part « juste et proportionnée » de la dette et des modalités de remboursement pour l'Ecosse.

L'hypertrophie du secteur financier constitue un risque pour l'Ecosse indépendante

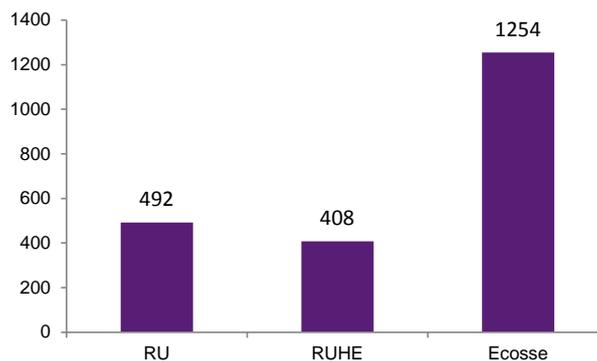
Un autre volet de la concrétisation du projet d'indépendance concerne le poids du secteur financier dans l'Ecosse indépendante et sa capacité à endiguer et/ou absorber, le cas échéant, les difficultés des banques.

En effet les actifs de la principale banque écossaise, Royal Bank of Scotland (RBS), représentent seuls presque 8 fois le PIB écossais. Le secteur bancaire de l'Ecosse indépendante serait ainsi trop important par rapport à la taille de son économie, la rendant plus vulnérable à des chocs financiers. A titre de comparaison, le secteur bancaire britannique (Ecosse compris) représente aujourd'hui 492% (**graphique 7**), ce qui est déjà considéré comme élevé. Après l'indépendance, ce chiffre s'élèverait à plus de 1200% pour l'Ecosse, un pourcentage beaucoup plus important que les 880% qui ont été à la base de la crise bancaire en Islande et les 700% au Chypre.

Par conséquent, l'Ecosse ne serait pas en mesure de renflouer son secteur bancaire en cas de crise financière. L'argument souvent avancé par les anti-indépendantistes est celui qui souligne qu'en 2008 le gouvernement du Royaume-Uni a dû financer la RBS à hauteur de 211% du PIB de l'Ecosse indépendante.

De plus, l'ampleur du secteur bancaire écossais peut constituer un obstacle à la création d'une union bancaire. Une telle union impliquerait, en cas de difficultés, que les banques soient renflouées par les autorités financières, la banque centrale étant le prêteur en dernier ressort. Dans le cas où la Banque de l'Angleterre accepte de supporter les risques de liquidité du système bancaire d'une Ecosse indépendante, cela engendrerait des polémiques liées à l'exposition de l'argent des contribuables britanniques aux banques d'un pays étranger.

Graphique 7
Poids du secteur bancaire
actifs en % du PIB



Sources : Analyse du Trésor britannique des données

Par conséquent, la taille importante du secteur bancaire écossais menace non seulement une potentielle union monétaire mais l'indépendance elle-même.

En effet, dans le cas de l'adoption d'une monnaie autre que la livre, le système financier écossais se retrouverait fragilisé. La majorité des clients des institutions financières de l'Ecosse résident en Angleterre, en Irlande ou dans le Pays de Galles, la proportion atteignant 90% pour les compagnies d'assurance. Etant donné que ces institutions emploient plus de 100 000 employés en Ecosse, un éventuel rapatriement des capitaux de la part des clients non écossais représente un risque majeur pour la pérennité de ce secteur.

En cas de victoire du « oui » au referendum, le scénario le plus probable est ainsi celui d'une délocalisation des institutions financières écossaises au RUHE, bien avant que la question du système de change ne soit résolue.

Quelles sont les perspectives des finances publiques écossaises ?

Comme évoque ci-dessus, le principal argument défendu par la campagne pro-indépendance est la possibilité de décider, à un niveau national, la collecte des revenus et la répartition des dépenses fiscales en fonction des priorités du peuple écossais.

Selon le projet publié par le gouvernement écossais, les principales mesures qui seraient adoptées sont : une réduction du budget de la défense à hauteur de £0,5Md (à £2,5Md) ; une réduction de l'impôt sur les sociétés de 3 points à 17%, une augmentation des dépenses allouées à la garde d'enfants et une réduction de 50% de la taxe sur le transport de passagers aériens. Parallèlement, le gouvernement écossais a annoncé la création d'un système de protection sociale plus généreux sur le long terme (avec par exemple le report de la date de relèvement à 67 ans de l'âge légal de départ à la retraite) et la mise en œuvre d'une politique d'immigration moins restrictive (des flux de migration nets à hauteur de 15 500 personnes par an).

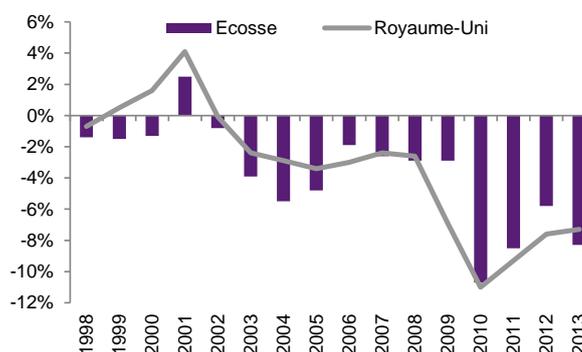
L'estimation de l'impact de ces mesures n'est pas consensuelle : le Trésor britannique a estimé dans son rapport « Analyse écossaise : politique fiscale et soutenabilité » que la position fiscale écossaise se dégraderait et le déficit à l'horizon 2035-2036 s'élèverait à 12% du PIB, avec des dépenses publiques représentant 48% du PIB. Inversement, les prévisions du gouvernement écossais sont beaucoup plus optimistes, avec un déficit qui se situerait entre 0,3% et 1,2% en 2030. Les prévisions du IFS (ou « Institute of Fiscal Studies ») se situent entre 6% et 8%.

La viabilité de l'indépendance dépend largement de l'évolution de la position fiscale du pays et de la façon dont le gouvernement allouerait le budget. De ce fait, l'importance des revenus provenant des ressources en mer du Nord est évidente, ces derniers représentant (sous l'hypothèse de répartition géographique des ressources naturelles) en moyenne 17% des revenus totaux écossais sur les cinq dernières années.

La balance fiscale de l'Ecosse, comme celle du Royaume-Uni est déficitaire depuis plusieurs années (**graphique 8**). Si le niveau du déficit a été quasiment identique au cours des dernières années, la position de l'Ecosse s'avère plus fragile. Les dépenses publiques par tête en Ecosse ont été supérieures en moyenne de 10% à celles du Royaume-Uni au cours dernières années, tandis que les revenus (en excluant les revenus du pétrole) ont été eux-aussi légèrement inférieurs, de près de 2% en 2012-2013 (**tableau 3**).

Par ailleurs, depuis 2009, l'écart entre le déficit britannique (Ecosse compris) observé et celui théorique d'une Ecosse indépendante (incluant les revenus du pétrole) ne se serait élevé qu'à £10 par tête. Par conséquent, nous constatons que la situation fiscale de l'Ecosse ne s'améliorerait pas sensiblement avec l'indépendance.

Graphique 8
Déficit fiscal (en % du PIB)



Sources : ONS, Scottish Government, Natixis

S'agissant des prévisions concernant la position fiscale future de l'Ecosse, elles varient énormément selon les différentes analyses publiées.

Dans son projet d'indépendance « Scotland's Future », le gouvernement écossais prévoit un déficit à hauteur de 3,2% du PIB pour l'année 2016-2017. D'autres institutions indépendantes, comme le IFS et CPPR (*Center for Public Policy for Regions*) présentent des chiffres beaucoup plus élevés, à 5,2% et 5,5% du PIB respectivement. Ces chiffres sont à comparer avec les prévisions de l'OBR, qui annonce un solde budgétaire du Royaume-Uni légèrement excédentaire à horizon 2016-2017.

Les différences entre les scénarios peuvent s'expliquer en grande partie par des divergences d'évolution des revenus du pétrole. Compte tenu du fait qu'ils représentent près de 17% du total des revenus écossais, leur volatilité et leur déclin anticipé à plus ou moins long terme affectent les finances publiques écossaises. Au cours des dernières années, l'OBR a successivement revu à la baisse ses prévisions de revenus pétroliers et envisage des revenus à hauteur de £3,5Md par an entre 2014-2015 et 2018-2019, nettement en dessous des résultats des dernières années. Le gouvernement écossais, inversement, défend un scénario beaucoup plus optimiste et ses prévisions pour les revenus du pétrole se situent entre £7Md et £11Md, des chiffres relativement proches des résultats récents (**tableau 1**).

Comme nous l'avons indiqué précédemment, le gouvernement écossais entend gérer les revenus pétroliers via la création de deux fonds, un « fond de stabilisation court-terme » et un « fond d'épargne long-terme », qui serviraient à lisser les écarts de revenus entre les différentes années. Toutefois, à long terme, les contributions à des tels fonds pourraient dégrader plus encore la position fiscale écossaise.

Le gouvernement du Royaume-Uni a aussi indiqué que l'Ecosse indépendante aurait des difficultés à financer les dépenses d'investissement nécessaires à la maximisation du potentiel d'extraction des réserves de pétrole. D'autres coûts, comme l'introduction de nouvelles indemnités liées à l'exploitation et à l'extraction du pétrole à haute pression et haute température devraient aussi être supportés.

A cela s'ajoute aussi le vieillissement de la population qui sera probablement plus rapide en Ecosse qu'au Royaume-Uni, l'âge moyen de la population écossaise étant plus élevé que celui britannique. Dans un tel contexte, l'Ecosse risque d'avoir des difficultés pour équilibrer son budget (**graphique 7**).

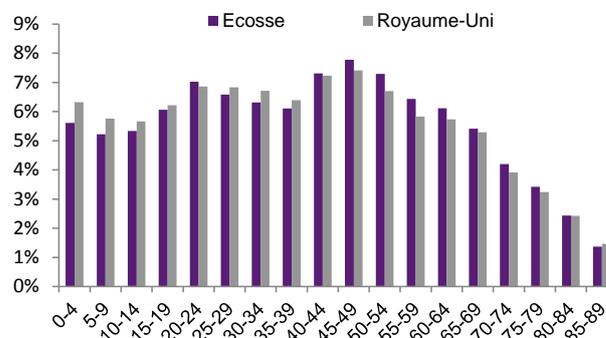
Tableau 3
Déficit budgétaire par tête (en M de £)

en excluant les revenus du pétrole

	Ecosse	Royaume-Uni
2008-09	-2 949	-1 746
2009-10	-3 272	-1 876
2010-11	-2 846	-1 337
2011-12	-2 470	-1 060
2012-13	-2 235	-820

Sources : Scottish Government, Natixis

Graphique 9
Population en Ecosse et au Royaume-Uni par tranche d'âge, en % de la pop. totale



Sources : ONS, Natixis

Enfin, des coûts additionnels pourraient participer au dérapage du déficit budgétaire écossais. Il s'agit, d'une part, des dépenses liées à la transition et notamment à la mise en place de nouvelles institutions. D'autre part, il est probable que le coût du financement de la dette écossaise soit plus élevé que pour le Royaume-Uni. Les estimations de la prime de risque liée à l'indépendance se situent entre 70 et 165 points de base, principalement en raison d'une moindre liquidité, des incertitudes institutionnelles, de l'absence d'autonomie de la politique monétaire et de la taille trop importante du secteur financier en % du PIB.

Conclusion

L'incertitude est particulièrement forte concernant, d'une part, les résultats du referendum et, d'autre part, la construction de l'Ecosse indépendante. Les questions du système de change et de la répartition des actifs et du passif détermineront la soutenabilité de l'indépendance tout comme les conséquences de cette dernière sur le Royaume-Uni sans l'Ecosse.

Un regain de tension pourrait donc s'observer sur les marchés au cours des semaines précédant le vote des Ecossais. L'incertitude sur le système de change en cas de sortie de l'Ecosse devrait peser sur la livre, tout comme le marché des gilts, par ailleurs sous pression en raison de la question du partage de la dette.

Alors que les négociations entre le Royaume-Uni et l'Ecosse indépendante s'annoncent longues et difficiles, la victoire du « oui » ne fera que concrétiser ces incertitudes.

Dans tous les cas, il nous semble que les marges de manœuvre que l'indépendance est censée apporter en termes de politique budgétaire risquent d'être plus étroites que celles dont le gouvernement écossais prévoit de disposer. En effet, dans la plupart des systèmes de change envisagés, la politique budgétaire se trouvera contrainte par la nécessité de conserver d'importantes marges de manœuvre (c'est-à-dire des excédents budgétaires) afin de pouvoir contrer l'absence d'autonomie de la politique monétaire et/ou de soutenir la parité.

AVERTISSEMENT / DISCLAIMER

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseillers, ni toute autre personne accepte d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exhaustivité ou de l'exactitude des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACP en France et soumise à l'autorité limitée du Financial Services Authority au Royaume Uni. Les détails concernant la supervision de nos activités par le Financial Services Authority sont disponibles sur demande.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon la **Rule 15(a) (6)**. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les économistes de Natixis (Paris). Ces économistes n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'économiste auprès du NYSE et/ou du NASD et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties, as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank – Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the ACP in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority in the United Kingdom. Details on the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

This research report is solely available for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined by **SEC Rule 15(a)(6)**. This research report has been prepared and reviewed by research economists employed by Natixis (Paris). These economists are not registered or qualified as research economists with the NYSE and/or the NASD, and are not subject to the rules of the FINRA.