

NOTE MENSUELLE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Avril 2010 | N° 4

Royaume-Uni

Table des matières

Tableau de prévisions	p. 2
Scénario Royaume-Uni	p. 3
Focus thématique	p. 6
Principaux indicateurs	p. 7

Une dépréciation salutaire ?

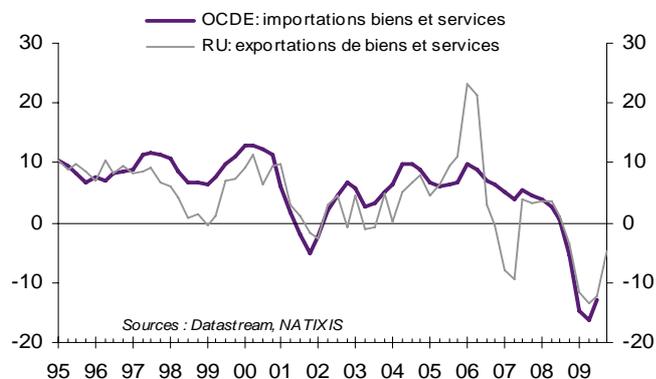
Les comptes nationaux du quatrième trimestre ont révélé une révision légèrement haussière de la croissance (de 0,3% T/T à 0,4%). Pas de quoi se réjouir toutefois dans la mesure où ce relèvement est à mettre uniquement au compte des stocks. En outre l'évolution de l'investissement est particulièrement préoccupante, l'investissement productif enregistrant un nouvel effondrement. De son côté, la rechute de l'investissement résidentiel observée en T4 semble être temporaire, le rétablissement de l'exemption du droit de timbre pour les primo-accédants pour deux ans et pour les biens immobiliers jusqu'à 250 000£ devrait en effet donner un nouvel élan au marché immobilier. Les autres pans de la demande interne resteront extrêmement faibles.

Dans ce contexte et alors que de nombreux officiels et observateurs annoncent un rééquilibrage de la demande via une progression significative des exportations soutenue par la faiblesse de la livre, nous nous sommes intéressés aux effets de l'amélioration de la compétitivité prix sur l'économie britannique. Nous verrons que ces effets resteront limités par les déséquilibres structurels qui caractérisent l'économie britannique.

Rédacteurs
Nathalie Dezeure
Mahamoud Islam

Directeur de la publication
Patrick Artus

Exportations britanniques et demande des pays de l'OCDE



Focus : aucun signe de reprise du crédit.

Achévé de rédiger
le 9 avril 2010

Prévisions macro-économiques et financières

Chiffres clés Royaume-Uni	2009 ^P	2010 ^P	2011 ^P
Consommation privée (GA, %)	-3,2	-0,2	1,0
Consommation publique (GA, %)	2,2	1,8	-0,9
Investissement (GA, %)	-14,9	-2,4	3,7
Stocks (contrib., pt %)	-1,2	0,7	0,5
Exportations (GA, %)	-10,6	4,9	3,9
Importations (GA, %)	-11,9	3,5	2,5
Commerce extérieur (contrib., pt %)	0,7	0,3	0,3
PIB	-4,9	0,7	1,8
Inflation	2,2	2,4	1,4
Taux de chômage (BIT)	7,7	8,5	9,2
Emploi (GA, %)	-1,6	-0,8	0,4
Solde budgétaire (% PIB)	-12,2	-12,8	-10,4
Balance courante (mds £)	-18,0	-22,0	-25,0
Balance courante (% PIB)	-1,3	-1,5	-1,7

Marchés Royaume-	30-mars	3 M	6 M	12 M
Taux d'intérêt*				
Taux de base	0,50	0,50	0,50	0,50
3 mois	0,65	0,67	0,75	1,35
2 ans	1,19	1,35	1,45	1,92
5 ans	2,76	3,22	3,25	3,39
10 ans	3,99	4,25	4,36	4,48
Change				
EUR / GBP	0,89	0,88	0,88	0,86
GBP / USD	1,51	1,45	1,48	1,53

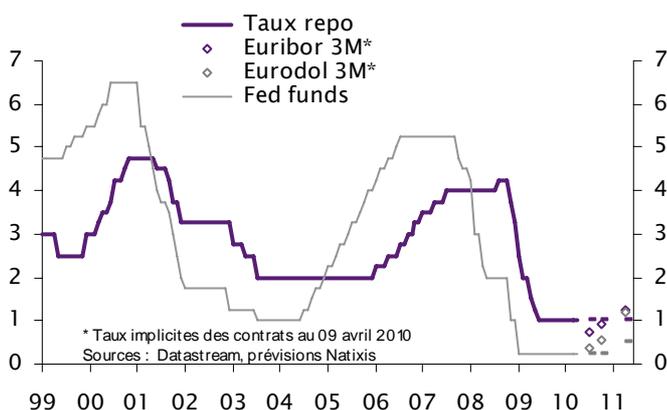
* Taux annualisés

Profil trimestriel, Royaume-Uni	T 1-09 ^P	T 2-09 ^P	T 3-09 ^P	T 4-09 ^P	T 1-10 ^P	T 2-10 ^P	T 3-10 ^P	T 4-10 ^P	T 1-11 ^P	T 2-11 ^P
PIB (T/T, %)	-2,6	-0,7	-0,3	0,4	-0,6	1,1	0,7	0,3	0,4	0,5
PIB (GA, %)	-5,3	-5,9	-5,3	-3,1	-1,1	0,7	1,7	1,5	2,5	1,9
Inflation (CPI)	3,0	2,1	1,5	2,1	3,1	2,6	2,0	1,9	2,0	1,9
Taux de chômage (BIT)	7,3	7,9	7,9	7,8	8,0	8,3	8,8	9,0	9,1	9,3
Taux de base (fin de trimestre)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75

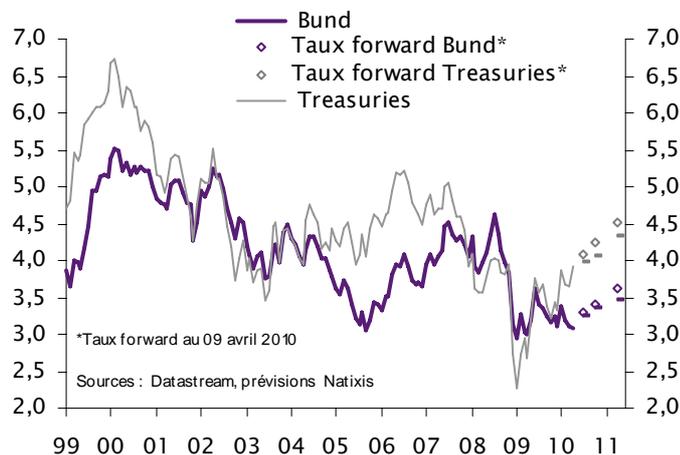
Environnement international	2009 ^P	2010 ^P	2011 ^P
Etats-Unis			
PIB (GA, %)	-2,4	2,4	2,0
Inflation (%)	-0,4	1,8	1,4
Solde budgétaire (% PIB)	-9,9	-10,5	-9,1
Zone Euro			
PIB (GA, %)	-4,0	0,9	1,0
Inflation (%)	0,3	1,3	1,3
Solde budgétaire (% PIB)	-6,3	-6,8	-6,1
Brent (Brl.\$, moyenne annuelle)	61,5	79,0	81,1

Taux d'intérêts	30-mars	3 M	6 M	12 M
Repo BCE	1,25	1,00	1,00	1,00
10A Bund	3,11	3,24	3,35	3,46
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25
10A Treasuries	3,86	3,96	4,06	4,31
Taux de change	30-mars	3 M	6 M	12 M
EUR/USD	1,34	1,28	1,30	1,32
USD/JPY	92,8	93,0	95,0	98,0

Taux directeurs (%)



Taux 10 ans annualisés

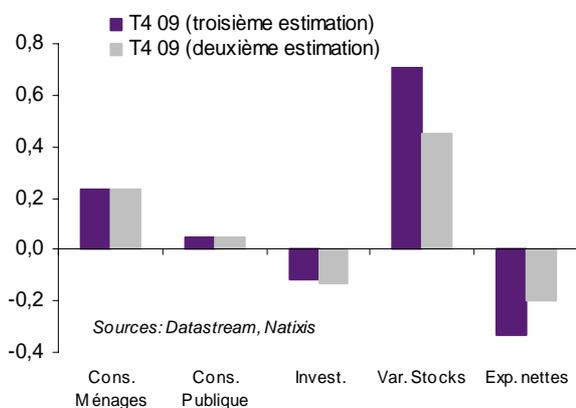


Une dépréciation salubre ?

Suivi du scénario

La troisième estimation du PIB du T4 a donné lieu à une nouvelle révision haussière de la croissance (+0,1 point à +0,4% t/t désormais). Ce relèvement s'explique uniquement par la contribution des stocks plus élevée que préalablement estimée (elle est passée de +0,5 point de PIB à +0,7 point), alors celle du commerce extérieur s'est révélée être plus défavorable (-0,3 point contre -0,2) (graphique 1).

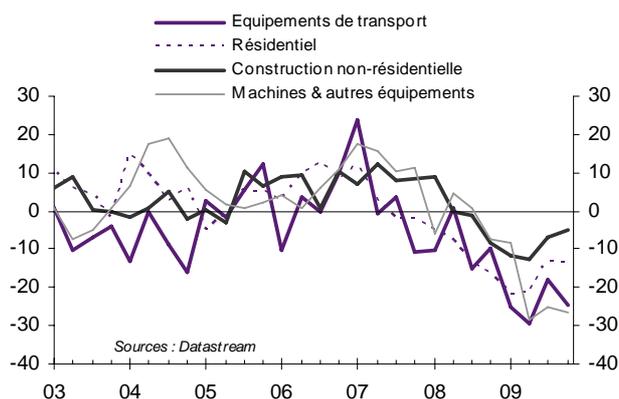
Graphique 1
Contribution à la croissance (point de PIB)



La publication des comptes nationaux du T4 2009 a également présenté l'évolution détaillée de l'investissement et mis en évidence une rechute de l'investissement des agents privés alors que les dépenses publiques ont progressé à un rythme nettement moins soutenu (+2,8% t/t après +13,8%). Ainsi, l'investissement des entreprises a plongé de 4,3% t/t (après -0,8% au T3) et l'investissement résidentiel a chuté de 8,1% après une progression de 2,1% le trimestre précédent.

L'évolution de l'investissement par type de produits met en évidence une rechute sévère du côté des équipements de transports (-8,6% t/t contre +2% le trimestre précédent) et des autres biens d'équipements (-5,6% après +2,7%) (graphique 2).

Graphique 2
Investissement par type de produits (% GA)



Les perspectives restent sombres concernant ce type de dépenses en capital fixe. En effet, les intentions d'investissement sont toujours négatives en raison de l'excès de capacité de production, de l'incertitude concernant l'évolution de la demande, et d'un accès au crédit toujours difficile (en particulier pour les PME).

De leur côté, les perspectives concernant l'investissement résidentiel se sont récemment améliorées. En effet, parmi les (rares) mesures annoncées par le gouvernement lors de la présentation du budget 2010 (le 24 mars dernier), le rétablissement de l'exemption du droit de timbre pour les primo-accédants (le programme initial a pris fin en décembre dernier) pour deux ans et pour les biens immobiliers jusqu'à 250 000£ (le double du montant du programme initial) devrait permettre de donner un nouvel élan au marché immobilier qui présentait depuis quelques mois des signes d'essoufflement. Une reprise devrait s'observer dès le deuxième trimestre, ce qui se traduira notamment par une augmentation significative de l'investissement résidentiel après un T1 2010 vraisemblablement orienté à la baisse (en raison de la fin du premier programme d'exemption des droits de timbre et de conditions climatiques particulièrement défavorables). Sur l'ensemble de l'année 2010, la hausse de l'investissement résidentiel sera de l'ordre de 1,2%, limitée par un effet d'acquis à fin 2009 fortement négatif (-4,5%) mais une accélération sensible devrait s'observer en 2011 (+9,5% l'an).

Dans l'ensemble, les dépenses d'investissement (total) devraient encore se replier cette année (-2,4%) avant de connaître un rebond limité en 2011 (3,7%). Alors que les dépenses de consommation des ménages resteront faibles sur l'horizon de prévision (les risques d'une nouvelle baisse trimestrielle courant 2010 sont importants), la demande intérieure sera insuffisante pour permettre une reprise soutenue de l'activité.

Quand sera-t-il de la demande externe ? Depuis plusieurs mois, de nombreux officiels et observateurs annoncent un rééquilibrage de la demande via une progression significative des exportations. Cette idée a encore récemment été avancée dans le Budget 2010 et dans un discours de Charles Bean, membre du CPM de la BoE (*The UK Economy after the Crisis: monetary policy when it is not so NICE*, 16 mars 2010).

Une dépréciation salubre ?

La dépréciation de la livre observée depuis fin 2007 constitue *a priori* un atout incontestable en termes de compétitivité prix d'autant qu'un renforcement de la livre apparaît peu probable à moyen terme.

Lors du précédent épisode de dépréciation de la livre (crise du SME de 1992), une progression significative des exportations avait été observée. Entre 1992 et 1996 alors que le taux de change effectif réel de la livre (TCER£) avait baissé en moyenne de 13% (par rapport à 1991), les exportations de biens et services avaient augmenté de 35,8%. Le **tableau 1** permet de comparer cette performance

à l'évolution des exportations au cours des cinq années précédentes et à l'évolution des importations des pays de l'OCDE (principaux destinataires des exportations britanniques).

Tableau 1

Importations de l'OCDE et exportations britanniques.

(croissance en %)	87-91	92-96	03-07
OCDE: importations biens	37,2	30,9	33,1
OCDE: importations totales	28,8	31,7	31,1
Royaume-Uni: exportations biens	16,1	34,9	11,0
Royaume-Uni: exportations totales	10,6	35,8	22,5

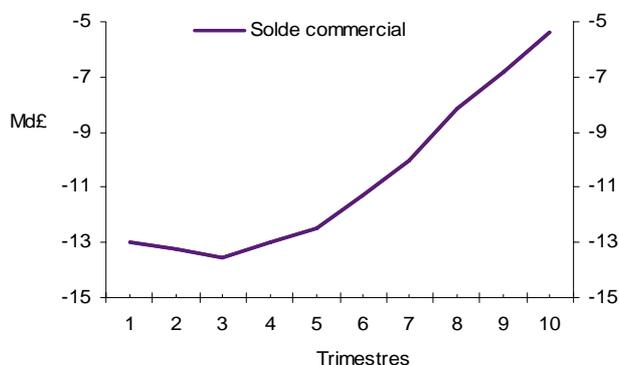
Sources: Datastream, Natixis

Plusieurs observations se dégagent de ce tableau :

- une très nette sous performance des exportations britanniques par rapport à la demande de l'OCDE en 87-91 et 03-07. La faiblesse de la livre a permis de corriger cet écart en 92-96.
- une sous performance des exportations de biens par rapport aux exportations de services sur la période récente.

Par ailleurs, les données indiquent que le rebond des exportations en 92-96 s'est accompagné d'une amélioration du solde commercial jusqu'au début 95 (courbe en J, graphique 3).

Graphique 3
Evolution du solde commercial de 1992 à 1996



Enfin, la contribution des exportations nettes à la croissance entre 1993 et 1995 a été positive et significative (0,5 point de PIB en moyenne).

L'expérience passée suggère donc que faiblesse actuelle de la livre devrait :

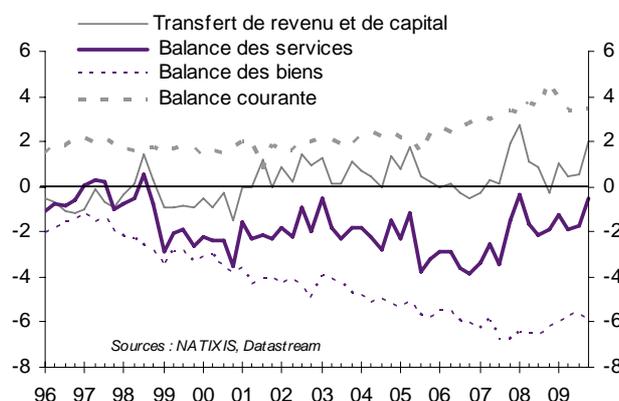
- permettre une réduction des besoins de financements de l'économie britannique via une amélioration du solde commercial ;
- constituer un moteur de la croissance.

La fin annoncée de la dépendance aux financements externes ?

Au regard de la balance des paiements, les capacités de financement peuvent s'apprécier par le biais du solde du compte courant. Le besoin de financement de la nation se traduit alors par un déficit dudit compte et révèle une nation emprunteuse vis-à-vis du reste du monde. Concernant le Royaume-Uni, le déficit courant trouve ses origines dans une balance des biens, structurellement déficitaire. Une réduction

du déficit commercial (via les biens) contribuerait donc à limiter les besoins de financement externes.

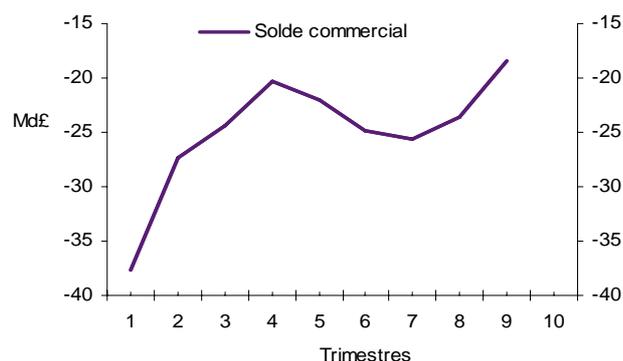
Graphique 4
Balance courante et composantes (%PIB)



Le sterling s'est sensiblement déprécié depuis fin 2007. La devise a ainsi perdu 27% de sa valeur en termes réels entre T3 07 et T1 2009. En T1 10, la baisse du TCER était encore de 23% (par rapport à T3 07).

Théoriquement, cette dépréciation constitue un gain de compétitivité important et devrait se traduire par une amélioration de la balance commerciale (comme après la dépréciation de 92). Or pour l'heure, l'évolution du solde commercial depuis la chute de la livre est restée irrégulière notamment en raison du choc de demande (interne et externe) lié à la crise, avec un arrêt soudain du commerce mondial au T4-08. Une ébauche de courbe en J s'est toutefois dessinée sur les derniers trimestres.

Graphique 5
Evolution du solde commercial de T4 07 à T4 09



Afin de dissocier les effets de la dépréciation de la livre sur la balance commerciale et d'évaluer leur caractère durable, nous allons présenter un modèle à correction d'erreur (MCE).

De la courbe en J...

La dépréciation d'une monnaie est à l'origine de deux effets contradictoires: un effet prix et un effet volume. L'effet prix survient immédiatement après la dépréciation. On suppose que les commandes d'exportations et importations sont passés des mois à l'avance. Ainsi une baisse de la valeur de la devise détériore la balance courante via une hausse du prix des importations (relativement aux exportations). L'effet volume - ajustement de la demande - survient quelques

temps après une fois les commandes antérieures effectuées et affecte le déficit commercial de plusieurs façons :

- Le volume d'importations diminue (en raison de la hausse du prix des importations) et permet une amélioration de la balance commerciale ;
- Le volume d'exportations augmente grâce à la baisse du prix des exportations améliorant la balance commerciale ;
- toute quantité exportée rapporte moins de devises ce qui détériore la balance commerciale.

La dépréciation de la devise se révèle être un avantage compétitif lorsque le solde commercial s'améliore, suivant une trajectoire formant une courbe en J. Cette dynamique n'est possible que si la condition de Marshall Lerner est vérifiée. Selon cette règle, la dépréciation du change n'a un effet sur le solde commercial que si la somme des élasticité prix des exportations et importations (en valeur absolue) est supérieure à un.

$$\left| \varepsilon_{\text{prix.import}} \right| + \left| \varepsilon_{\text{prix.export}} \right| > 1$$

Nous nous proposons de vérifier empiriquement cette relation à l'aide d'un MCE. Notre objectif étant d'estimer les effets d'une variation des prix des importations et des exportations de biens et services sur la balance commerciale suite à la dépréciation du change, cette spécification nous semble la mieux adaptée. Nous nous intéressons aux équations de long terme. Les données sont trimestrielles et couvrent la période allant du T1 1996 au T3 2009. L'estimation retenue est :

$$(1) \ln m = -15_{-27} + 1,6_{49,5} \ln di + 0,7_{19,3} \ln to - 0,8_{-16,2} \ln ci + 0,2_{2,8} \ln tuc$$

$$(2) \ln x = 3,6_{17,6} + 0,2_{5} \ln de - 0,4_{-5} \ln ce$$

En (1) : m les importations en volume, di la demande interne, to la part des exportations dans le PIB, ci un indicateur de compétitivité (ratio du prix des importations sur les prix du PIB), tuc le taux d'utilisation des capacités.

En (2) : de les importations de l'OCDE comme proxy de la demande étrangère et ce , un indicateur de compétitivité de prix des exports (ratio du prix des exportations sur l'indice des prix à la consommation mondial).

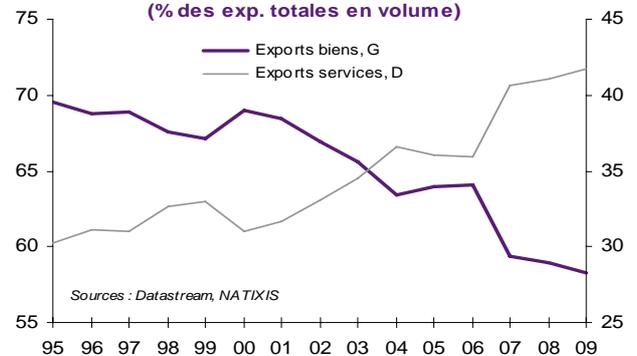
La condition de Marshall-Lerner est satisfaite ($0,8+0,28=1,08>1$), la balance courante s'améliore suite à une dépréciation du change. Cette amélioration semble imputable à une baisse plus rapide des importations relativement aux exportations.

Les importations britanniques sont en effet plus sensibles aux variations de la compétitivité prix que les exportations (élasticité de respectivement $-0,8$ et $-0,4$). Une baisse du taux change se traduit par une hausse du ratio prix des importations sur prix du PIB qui entraîne une baisse des importations. Une baisse du taux de change permet une baisse du ratio prix des exportations sur prix à la consommation mondial et entraîne une hausse des exportations.

Les effets de la dépréciation limités par les déséquilibres structurels.

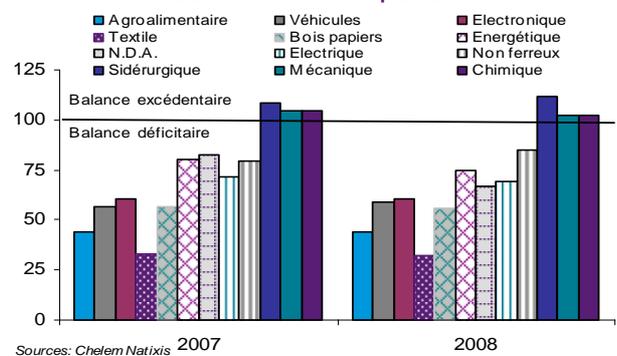
Les résultats suggèrent que la tendance à l'amélioration du déficit commercial devrait perdurer tant que la demande intérieure restera faible, vraisemblablement jusqu'en 2011. Ils indiquent également que le rôle de relais de croissance des exportations est limité. L'élasticité des exportations à une variation de la compétitivité prix et de la demande étrangère est faible. Ceci s'explique essentiellement par les caractéristiques structurelles. D'une part, le Royaume-Uni s'est spécialisé dans les exportations de services. Leur poids dans le total des exportations (en volume) est passé de 31% en 2000 à plus de 40% depuis 2007.

Graphique 6
Part des exportations de biens et de services
(% des exp. totales en volume)



D'autre part, le processus de désindustrialisation s'est accompagné d'une perte de compétitivité. L'analyse des filières fait apparaître une carence commerciale au niveau de la production industrielle. Ainsi le Royaume Uni est exportateur net seulement pour les secteurs sidérurgique, mécanique et chimique avec des ratios de couverture respectivement à 111,9%, 102,5% et 102,2%. Une amélioration du déficit commercial nécessiterait une restructuration de sa spécialisation productive.

Graphique 7
Ratios de couverture par filières

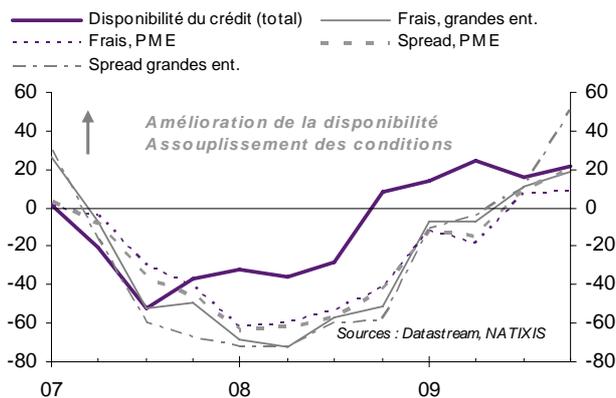


Au final, les effets de l'amélioration de la compétitivité prix via la baisse de la livre seront donc limités par les déséquilibres structurels propres à l'économie britannique. Ainsi, en raison du poids de la consommation dans la demande et de son contenu en importations l'effet de la baisse du taux de change est négatif à long terme (Flash 2009- N° 370)

Focus : aucun signe de reprise du crédit.

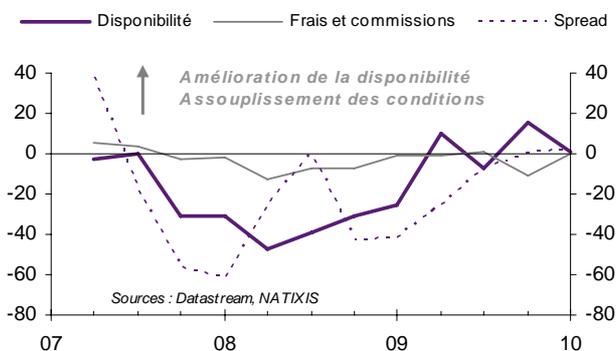
La dernière enquête sur les conditions de crédit (CCS) de la BoE (T1 2010) a révélé une amélioration significative des conditions de crédit aux entreprises. Ainsi, la disponibilité du crédit a augmenté tandis que les frais et les spreads appliqués aux crédits aux entreprises se sont réduits, de façon toutefois plus marquée pour les grandes entreprises que pour les PME (**graphique 1**).

Graphique 1
Conditions de crédit aux entreprises



S'agissant des ménages, les résultats sont plus mitigés. La disponibilité du crédit a cessé de s'améliorer en début d'année, tandis que l'assouplissement des conditions de crédit est resté marginal (légère baisse des spreads, stabilisation des frais et commissions) (**graphique 2**). En ce qui concerne le crédit à la consommation, aucune amélioration n'est à signaler, bien au contraire. L'offre de crédit continue de diminuer tandis que les spreads augmentent.

Graphique 2
Conditions de crédit aux ménages
crédit hypothécaire



Ces informations sont toutefois à considérer avec une certaine prudence. En effet, la demande n'a pas forcément suivi l'évolution des conditions de crédit (**tableau 1**).

En outre, la hausse quasi-généralisée de la demande observée en début d'année par les institutions de crédit n'est pas confirmée par les données décrivant l'évolution du crédit.

Tableau 1
Demande de crédit au cours des trois derniers mois

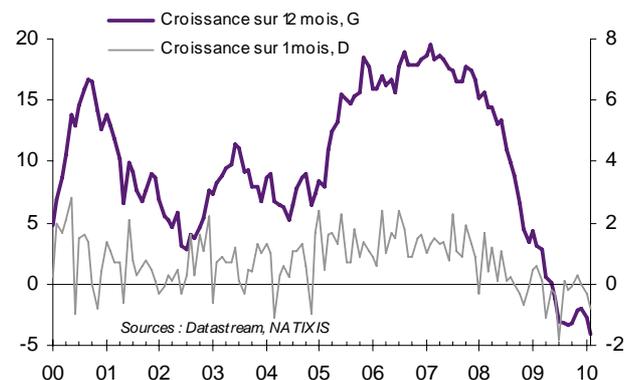
	Crédit aux entreprises		Crédit aux ménages	
	PME	Grandes Ent.	Immo.	Conso.
T1 08	-13,8	4,1	-30,7	-6,4
T2-08	-10,4	-40,7	-47	6,7
T3-08	-33,8	-14	-39,3	-15,4
T4-08	-35,5	-34,4	-31,1	2,3
T1-09	-54,5	-33,6	-25,2	-23,9
T2-09	-2,1	-3,6	9,7	-24,4
T3-09	12,3	-5,3	-7,2	-10
T4-09	-1,4	-27,1	15,8	-15,7
T1-10	15	1,9	1,3	-26,6

Source: BoE

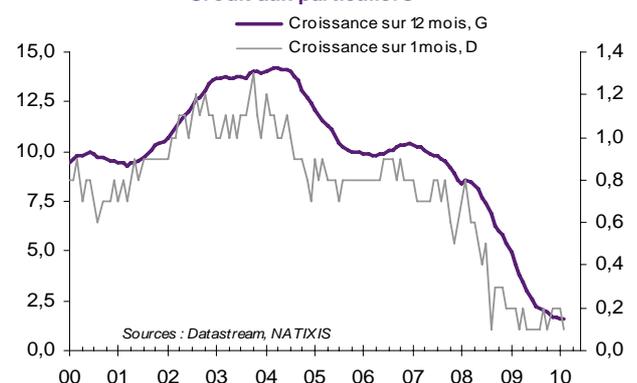
Celles-ci dressent sans conteste un panorama plus défavorable que ne le suggère l'enquête CSS (**graphiques 3. et 4**).

Ainsi, le ralentissement (voire la baisse) du crédit s'est confirmé au cours des derniers mois. Tant le crédit aux entreprises non-financières que le crédit aux ménages ont atteint début 2010 des planchers historiques en glissement annuel (à respectivement -4,1% et +1,6%). En dynamique (c'est-à-dire en termes de flux net mensuel), les résultats ne sont guères plus favorables. L'évolution du crédit aux particuliers reste très faible tandis qu'une baisse du crédit aux entreprises a été enregistrée en janvier et février. Force est de constater que l'un des principaux objectifs de la politique quantitative est resté lettre morte.

Graphique 3
Crédit aux entreprises non-financières privées

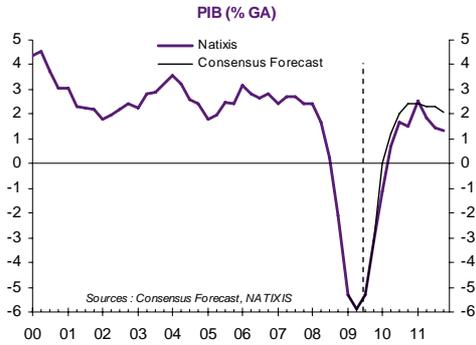


Graphique 4
Crédit aux particuliers

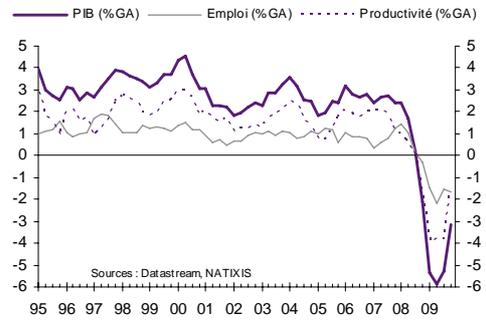


Principaux indicateurs :

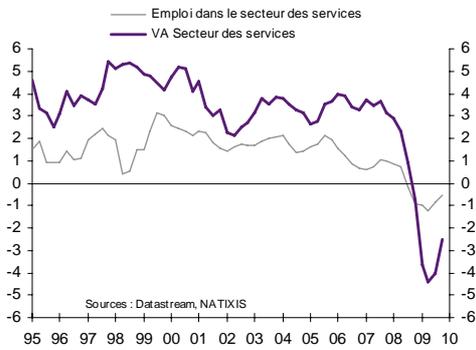
PIB (GA, %)



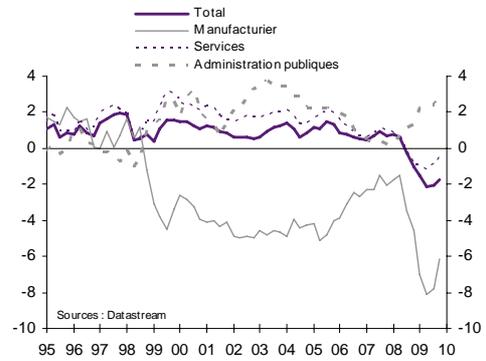
Emploi, PIB, productivité (GA, %)



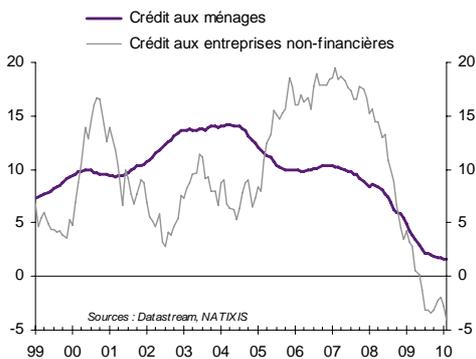
Production services (GA, %)



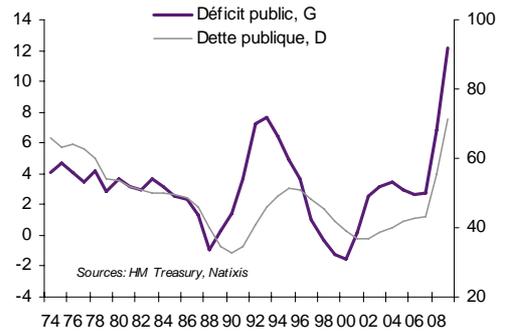
Emploi (GA, %)



Crédits (GA, %)



Dettes (% du PIB)



EUR/GBP



Inflation (GA, %)

