NATIXIS

Note mensuelle
Recherche économique

Juillet 2009 | N° 7

Royaume-Uni

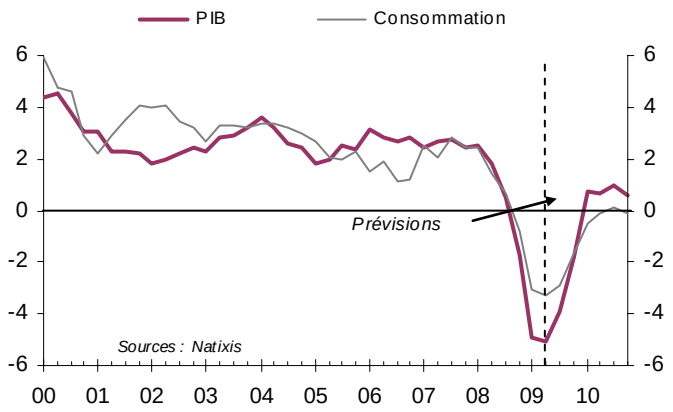
Table des matières

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

Une vraie « fausse » reprise…

Après un premier trimestre catastrophique (la croissance du premier trimestre a été révisée en forte baisse, de -1,9% T/T à -2,4 %), l'économie britannique devrait à nouveau enregistrer une croissance positive (en variation trimestrielle) dès le troisième trimestre de cette année. Toutefois, si la reprise est effectivement engagée, elle sera particulièrement lente et limitée. Des éléments temporaires apporteront un léger soutien à la croissance au second semestre mais ils ne seront pas en mesure de compenser significativement et durablement la détérioration du marché du travail et ses conséquences sur les revenus des ménages. Ainsi, la faiblesse, voire l'absence de demande, en particulier du côté des ménages, ne permet pas d'envisager le retour d'une croissance soutenue à moyen terme (absence de cercle vertueux). Si la croissance sera positive en 2010, +0,7% après -3,9% en 2009 selon nos prévisions, elle sera essentiellement due aux variations de stocks (contribution de 0,9 point, pour une évolution du PIB hors stocks de -0,2%).

PIB et consommation des ménages (GA, %)



Focus : nouvel assouplissement monétaire en Suède.

Rédacteur
Nathalie Dezeure

Directeur de la publication
Patrick Artus

Achevé de rédiger
le 2 juillet 2009

Prévisions macro-économiques et financières

Chiffres clés Royaume-Uni	2008	2009P	2010P
Consommation privée (GA, %)	1,2	-2,8	-0,1
Consommation publique (GA, %)	2,8	2,3	1,5
Investissement (GA, %)	-2,8	-12,0	-0,1
Stocks (contrib., pt %)	-0,4	-1,1	0,9
Exportations (GA, %)	0,79	-12,2	-0,1
Importations (GA, %)	-0,6	-12,4	1,6
Commerce extérieur (contrib., pt %)	0,4	0,4	-0,4
PIB	0,7	**-3,9**	**0,7**
Inflation	3,61	**1,6**	**1,6**
Taux de chômage (BIT)	5,8	8,5	10,6
Emploi (GA, %)	-0,3	-2,9	-1,1
Solde budgétaire (% PIB)	-7,1	**-12,6**	**-12,7**
Balance courante (mds £)	-24,49	-35,0	-33,0
Balance courante (% Pib)	-1,7	-2,5	-2,3

Marchés Royaume-	29-juin	3M	6M	12M
Taux d'intérêt*				
Taux de base	0,50	0,50	0,50	0,50
3 mois	1,19	1,00	0,80	0,95
2 ans	1,23	1,20	1,30	1,50
5 ans	2,79	2,56	2,63	2,76
10 ans	3,62	3,70	4,10	3,90
Change				
EUR / GBP	0,85	0,92	0,97	0,95
GBP / USD	1,66	1,55	1,50	1,55

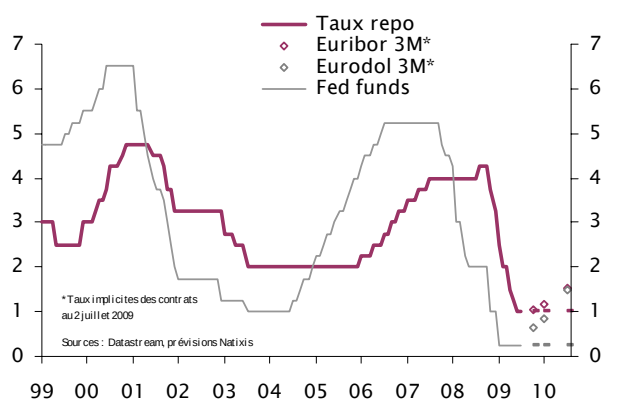
*Taux annualisés

Profil trimestriel, Royaume-Uni	T3-08	T4-08P	T1-09P	T2-09P	T3-09P	T4-09P	T1-10P	T2-10P	T3-10P	T4-10P
PIB (T/T, %)	-0,7	-1,8	-2,4	-0,2	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,7	0,0
PIB (GA, %)	0,5	-1,8	-4,9	-5,1	-3,9	-1,7	0,7	0,7	1,0	0,5
Inflation (CPI)	4,8	3,9	3,0	2,0	0,6	0,7	1,6	1,5	1,5	1,7
Taux de chômage (BIT)	6,0	6,5	7,2	8,3	8,9	9,8	10,0	10,5	10,7	11,3
Taux de base (fin de trimestre)	5,00	2,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50

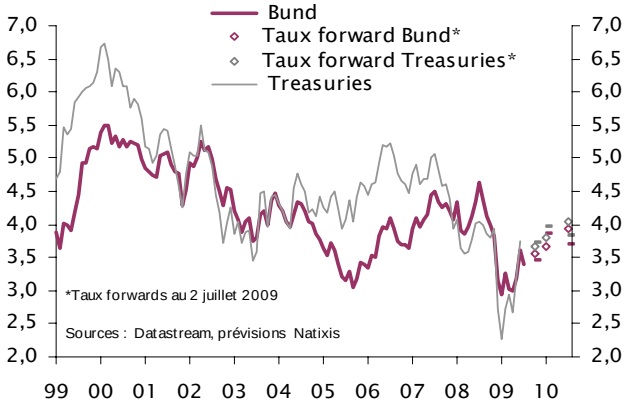
Environnement international		2008	2009P	2010P
Etats-Unis	PIB (GA, %)	1,1	-2,3	1,3
	Inflation (%)	3,8	-0,7	1,1
	Solde budgétaire (%, PIB)	-3,2	-10,8	-8,7
Zone Euro	PIB (GA, %)	0,6	-4,2	-0,1
	Inflation (%)	3,3	0,3	1,0
	Solde budgétaire (%, PIB)	-1,9	-5,7	-6,7
Brent (Brl.$. moyenne annuelle)		96,9	56,7	63,5

Taux d'intérêts	29-juin	3M	6M	12M
Repo BCE	1,25	1,00	1,00	1,00
10A Bund	3,37	3,45	3,85	3,70
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25
10A Treasuries	3,48	3,72	3,97	3,82
Taux de change	29-juin	3M	6M	12M
EUR/USD	1,41	1,43	1,46	1,47
USD/JPY	96,1	97,0	98,0	101,3

Taux directeurs (%)



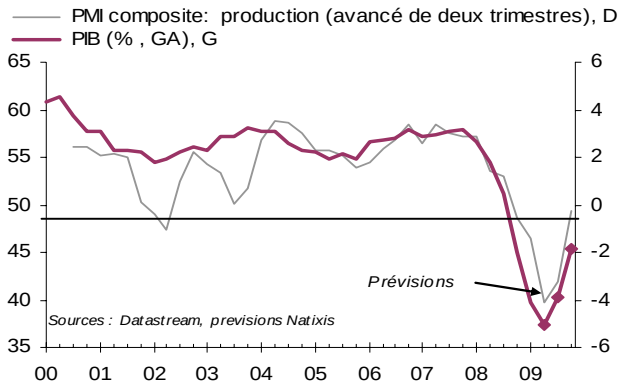
Taux 10 ans annualisés



Une vraie « fausse » reprise…

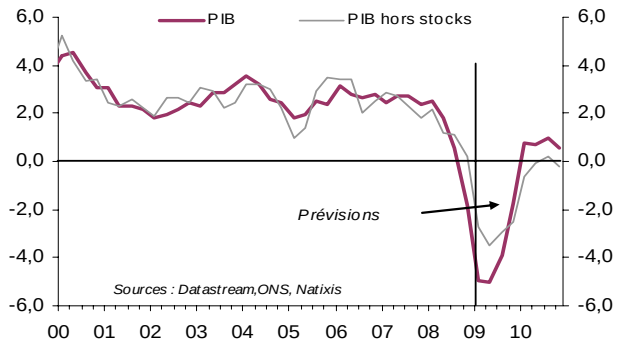
Alors que les enquêtes de conjoncture suggèrent une reprise de l'économie britannique dès le second semestre, l'optimisme a gagné les marchés (graphique 1). Cela s'est notamment traduit par une appréciation de la livre durant le mois de juin. La révision baissière du PIB du T1-09, de -1,9% T/T à -2,4 %, pourtant exceptionnelle par son ampleur (selon l'ONS) n'a même pas inversé la tendance. Pourtant elle implique une révision sensiblement baissière de la croissance 2009 (impact de -0,4 point sur notre prévision désormais à -3,9%).

Graphique 1
Croissance et PMI



Cet optimisme nous semble excessif compte tenu des faiblesses que présente l'économie britannique. Si la reprise est effectivement engagée, elle sera particulièrement lente et limitée. En dehors des effets statistiques liés aux variables d'ajustements (stocks), la faiblesse voire l'absence de demande, en particulier du côté des ménages, ne permet pas d'envisager le retour d'une croissance soutenue à moyen terme (absence de cercle vertueux). La croissance sera positive en 2010 (+0,7% après -3,9% en 2009 selon nos prévisions), uniquement en raison des variations de stocks (contribution de 0,9 point, pour une évolution du PIB hors stocks de -0,2%) (graphique 2).

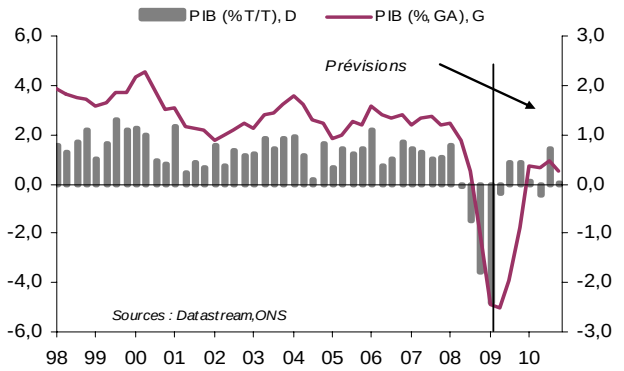
Graphique 2
PIB et PIB hors stocks (% GA)



Des facteurs de soutien… temporaires.

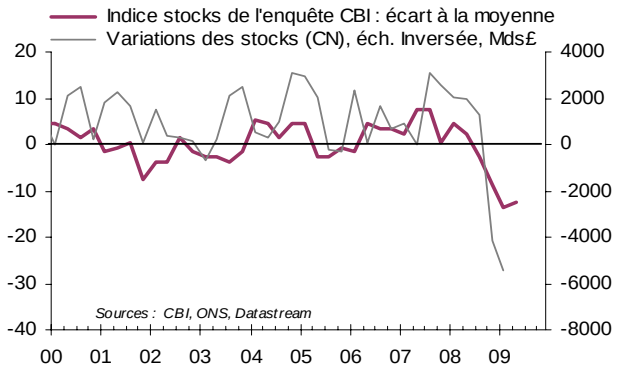
Selon notre scénario, le PIB devrait enregistrer une croissance positive à partir du troisième trimestre 2009 (graphique 3). Mais cette croissance restera faible, sur la seconde partie de 2009, mais également au cours des trimestres suivants, ce retour de la croissance devant être soutenu par des éléments statistiques et temporaires.

Graphique 3
PIB



D'une part, le déstockage devrait sensiblement ralentir à partir du T3-09. La baisse des stocks atteint déjà près de 10Mds£ (4,1Mds£ en T4-08 et 5,4Mds£ en T1-09) et l'évolution des enquêtes suggère qu'elle a été encore très marquée au T2-09 (-3,5Mds£ selon nos prévisions) (graphique 4). Compte tenu de l'ampleur de ce mouvement, le déstockage devrait être moins important au second semestre.

Graphique 4
Variation de stocks, enquête CBI

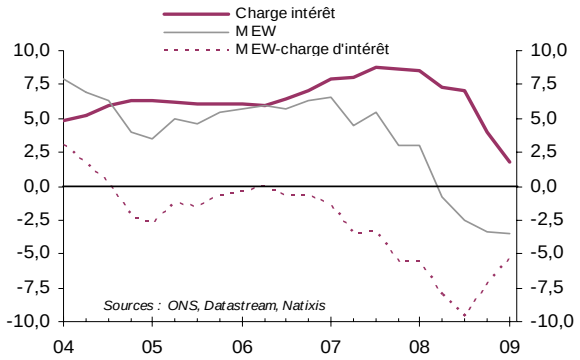


D'autre part, au cours du second semestre 2009, la consommation des ménages (qui représente environ 60% du PIB) pourrait bénéficier de facteurs favorables :

- la désinflation sera plus marquée sur la seconde partie de l'année en raison de la moindre dépréciation de la livre et d'un effet pétrole baissier concentré au T3-09.
- les dépenses seront soutenues par des mesures gouvernementales (prime à la casse de 2000£ pour la reprise de véhicules de plus de 10 ans).
- la baisse des taux hypothécaires qui a permis une diminution sensible de la charge d'intérêt libère des revenus qui peuvent être utilisés à des fins de consommation. Toutefois, cette réduction de la charge d'intérêt a été en partie neutralisée par le Mortgage Equity Withdrawal (MEW) qui ne constitue plus un revenu supplémentaire (MEW positive). Au premier trimestre, la

charge d'intérêt représentait 1,8% du revenu disponible brut (RDB), contre 4% en T4-08. De son côté, le MEW a atteint un record à -3,5% au T1-09 (-3,3% du RDB au T4-08). Ainsi, l'écart entre « revenus » et « charges » s'est certes resserré, mais il reste toujours largement négatif (graphique 5).

Graphique 5
MEW et charges d'intérêt (% du revenu dispo. brut)



Les facteurs de soutien ne seront que temporaires :

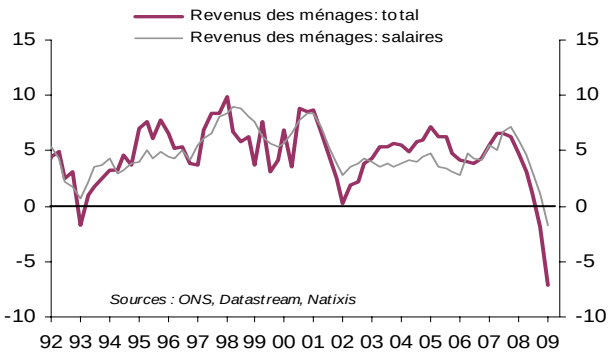
- Début 2010, le relèvement de la TVA à 17,5% (contre 15% depuis décembre 2008) contribuera à la hausse de l'inflation. Cette tendance sera également soutenue, en particulier sur la première partie de l'année, par l'inflation énergétique. Selon nos prévisions, l'inflation passera de 0,7% au S2-09 (contre 2,5% au S1-09) à 1,5% au S1-10 pour se stabiliser à ce niveau
- La prime à la casse s'arrêtera fin février 2010 ou lorsque les fonds alloués (300 millions£) seront dépensés. Pour l'heure, alors que cette prime est effective depuis mi-mai, les immatriculations de véhicules neufs n'ont pas montré de signe de rebond (GA à -24,8 % en mai contre -24% en avril).
- Il est peu probable que les taux d'intérêt hypothécaires, actuellement à un plancher proche de 2,25% (mai 2009), baissent encore sensiblement dans les mois à venir. La baisse de la charge d'intérêt sera donc vraisemblablement concentrée sur le premier semestre 2009 et, pour l'heure, elle n'a pas vraiment eu d'effet positif sur les dépenses (-1,7% en valeur et -1,3% en volume en T1-09).

Par ailleurs, il faut souligner qu'une large partie des ménages est confrontée à un « negative equity » (les ménages se retrouvent avec un bien immobilier dont la valeur est inférieure au capital restant dû à la banque). Selon la BoE, près de 11% des propriétaires occupants sont confrontés à cette situation. Cet élément constitue également une contrainte sur les dépenses. En effet, les ménages qui se retrouvent dans cette situation ont tendance à augmenter leur épargne (motif de précaution) afin de pouvoir faire face aux échéances et éviter ainsi de vendre leur logement à des conditions défavorables.

Ainsi, on l'a vu, la consommation bénéficiera d'éléments de soutien temporaires. Mais ils ne seront pas en mesure de compenser significativement et durablement la détérioration du marché du travail et ses conséquences sur les revenus des ménages.

Les comptes nationaux détaillés du T1-09 (publiés le 30 juin) ont en effet révélé une baisse significative des revenus des ménages (-2% T/T après -0,5% au T4-08), qui s'explique notamment par la baisse des salaires (-3,8% T/T), ce qui a également entraîné une baisse du taux d'épargne (à 3% du RDB, contre 4% au T4-08) (graphique 6).

Graphique 6
Revenus des ménages (% GA)



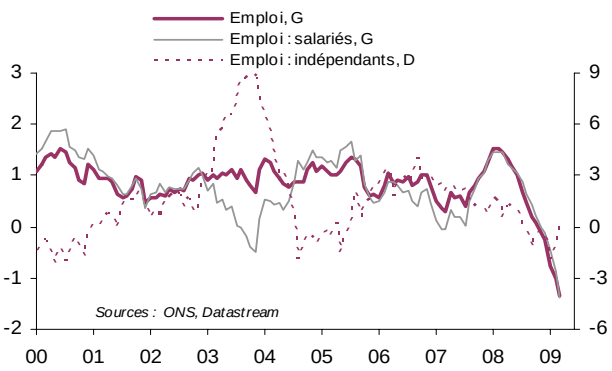
Alors que l'ajustement du marché du travail n'est pas terminé, cette tendance devrait se confirmer et peser durablement sur la consommation des ménages.

L'ajustement du marché du travail n'est pas terminé.

Au cours des 12 derniers mois, l'économie britannique a détruit près de 433K emplois. Le glissement annuel de l'emploi est tombé à -1,3% en avril (GA MM3), un plancher depuis début 1993. Parallèlement le taux de chômage a augmenté de 2 points (7,2% en avril dernier).

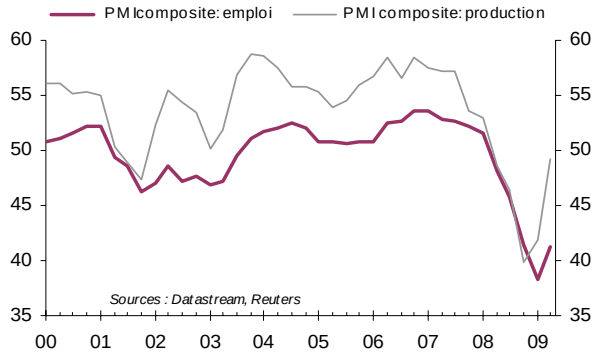
La dégradation du marché du travail est également qualitative. D'une part, on observe une baisse un peu plus marquée de l'emploi salarié (-1,4% en GA en avril) tandis que les emplois indépendants (refuge des salariés licenciés) sont en phase de progression (graphique 7). D'autre part, l'emploi à temps plein (-1,8% en GA en avril) baisse de façon sensiblement plus marquée que l'emploi total, l'emploi à temps partiel (+0,1% en GA en avril) résiste mieux malgré un ralentissement.

Graphique 7
Emploi salariés/indépendants (% GA)



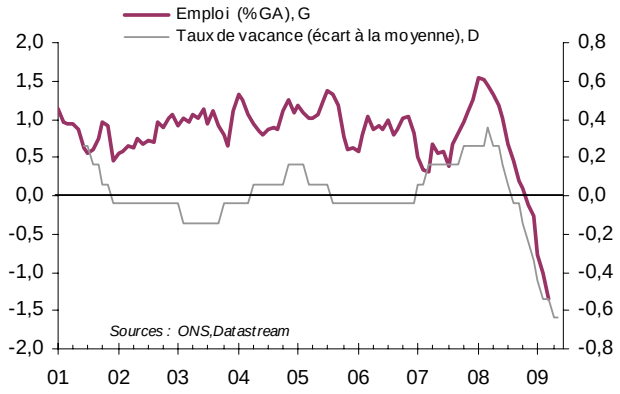
Alors que les enquêtes de conjoncture suggèrent une amélioration sensible de l'activité au cours des tout prochains trimestres, les perspectives d'emplois restent quant à elles très dégradées. En dépit d'un léger rebond, l'indice composite emploi (PMI) se situe toujours nettement en dessous de 50, ce qui indique que l'ajustement à la baisse des effectifs n'est pas terminé (graphique 8).

Graphique 8
PMI: indices composites emploi & production



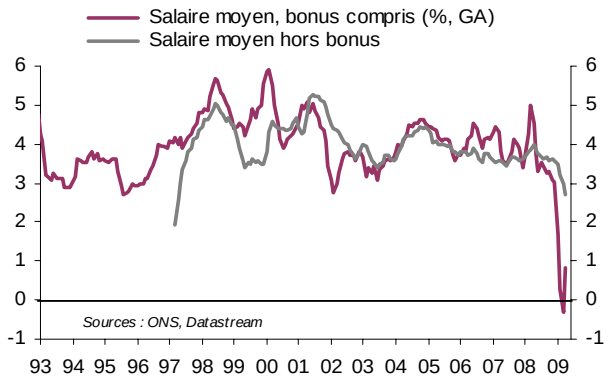
Généralement les enquêtes anticipent la tendance de 1 à 2 trimestres, l'emploi devrait donc vraisemblablement encore reculer significativement au cours des prochains mois. L'évolution du taux de vacance confirme ce scénario (nombre de postes vacants, sur 100 postes, pour lesquels les employeurs cherchent activement à recruter en dehors de leur entreprise) (graphique 9).

Graphique 9
Emploi et taux de vacance



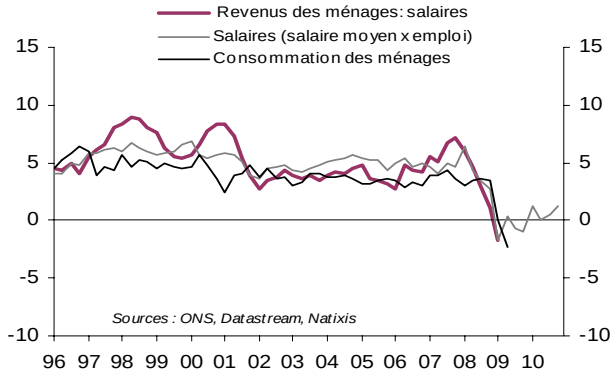
En effet, ce ratio a fortement chuté depuis début 2008 et se situe désormais à un plancher historique, signe que la reprise des embauches n'est vraiment pas d'actualité. L'ajustement à la baisse des coûts des entreprises ne se limite pas à l'emploi (arrêt des embauches, licenciements, temps partiel). Il concerne également les salaires (modération, gel, voire baisse des salaires). Ainsi, le salaire moyen a enregistré un ralentissement sensible (bonus compris et hors bonus) au cours des derniers mois (graphique 10). Il est peu probable que la tendance s'inverse dans les prochains trimestres compte tenu de la faiblesse des perspectives de demande.

Graphique 10
Salaire moyen (Indice)



Selon nos prévisions, l'emploi poursuivra son repli au cours des prochains trimestres (-2,9% en 2009, -1,1% en 2010), tandis que le ralentissement du salaire moyen se confirmera (1,5% puis 2,4%, contre une moyenne de 4% au cours des cinq années précédentes). Ces évolutions continueront de peser sur la consommation des ménages (graphique 11).

Graphique 11
Revenus et consommation des ménages (%GA)



Les ménages ont d'ailleurs déjà modifié leur comportement de consommation. Si la consommation a chuté de 3,1% depuis T1-08, (la plus forte baisse enregistrée depuis le début des années quatre-vingt), la consommation de biens durables enregistre un repli plus marqué (-5,2%), tirée à la baisse par la diminution des revenus mais également par la baisse des crédits à la consommation.

Au final, la consommation des ménages devrait fortement chuter cette année (-2,7%) et rester quasiment stable en 2010 (-0,2%). Alors que les exportations enregistreront une progression limitée, ce qui est notamment confirmé par la nouvelle baisse de l'indice « commande à l'exportation » selon l'enquête CBI de juin (secteur manufacturier), la demande adressée aux entreprises devrait encore reculer significativement aux cours des prochains trimestres, retardant d'autant la reprise des investissements. Les conditions d'une reprise durable et soutenue sont donc loin d'être réunies.

Focus : nouvel assouplissement monétaire en Suède.

La Riksbank a annoncé le 2 juillet une nouvelle baisse de son taux repo, de 0,50% à 0,25%. Elle a également indiqué qu'elle le maintiendrait à ce niveau jusqu'à l'automne 2010. Depuis le déclenchement de la crise, la Riksbank a ainsi abaissé son taux repo de 450 points de base.

Elle a également indiqué qu'elle considérait que des mesures supplémentaires étaient nécessaires pour contrer le ralentissement et a annoncé un nouveau prêt aux banques (à taux fixe). Ce prêt, d'un montant de 100Mds SEK (3.2% du PIB) sera lancé le 13 juillet prochain au taux minimum de 0,40 % (taux repo +0,15 point de pourcentage) pour une maturité de 12 mois. L'objectif affiché est de réduire le coût de financement des banques ainsi que les taux d'intérêt appliqués aux entreprises et aux ménages.

Ces nouvelles décisions peuvent sembler surprenantes ou tout du moins « retardées », par rapport aux actions prises par les autres banques centrales. Elles se justifient néanmoins par la révision baissière des perspectives de croissance (tableau 1).

Tableau 1 : prévisions de la Riksbank

Scénario Avril 2009				
	2008	2009	2010	2011
Inflation	3,4	-0,3	1,3	3,2
PIB	-0,2	-4,5	1,3	3,1
Scénario Juillet 2009				
	2008	2009	2010	2011
Inflation	3,4	-0,2	1,4	3,2
PIB	-0,2	-5,4	1,4	3,1

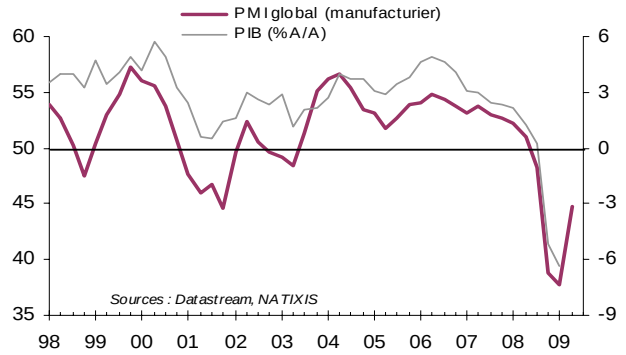
Source : Riksbank

En outre le prêt de 100Mds SEK constitue également un moyen de limiter les risques de faillites de banques suédoises si la situation des Etats-Baltes venait à se dégrader. L'exposition des banques suédoises, estimée à 485Mds SEK au premier trimestre (montant des prêts accordés aux pays baltes, 16% du PIB), constitue le risque le plus important et le plus imminent pour la stabilité du secteur financier et donc pour l'économie suédoise. Selon les estimations de la Riksbank les pertes pour les banques suédoises pourraient déjà s'élever à 170MdsSEK, 70Mds en 2009 et 100MdsSEK en 2010.

L'autre incertitude majeure réside dans l'évolution de la croissance mondiale et en particulier dans l'ampleur de la reprise (rappelons que l'économie suédoise a un taux d'ouverture particulièrement élevé, les exportations représentant plus de 55% du PIB).

Le rebond du PMI mondial suggère qu'un redressement devrait s'observer au cours des prochains trimestres (graphique 1). Les entreprises suédoises ont vraisemblablement bien accueilli cette évolution. En effet, l'indice PMI du secteur manufacturier (publié par Swedbank) est repassé au dessus de 50 (à 50,5) au mois de juin. La hausse des composantes « production » (55,8 en juin contre 47,4 en mai) et « commandes » (de 46,4 à 54,7), et notamment les commandes à l'exportation (à 54,4 contre 47,5), indique que les entreprises manufacturières devraient profiter de cette amélioration.

Graphique 1
PMI mondial et PIB suédois



Les effets des plans de relance mis en place à l'échelle mondiale seront particulièrement sensibles au cours des tout prochains trimestres et devraient alimenter la reprise. Toutefois, le retour d'une croissance soutenue ne devrait vraisemblablement pas s'observer d'ici fin 2010. Certaines conditions favoriseront la reprise (faiblesse des taux d'intérêt, mesures fiscales, faiblesse de la couronne suédoise). Mais l'amélioration du marché du travail ne devrait pas être effective avant fin 2010 et la croissance mondiale restera faible, ce qui limitera le rebond de l'activité en 2009-2010. Les prévisions de la Riksbank concernant la croissance mondiale suggèrent en effet une reprise modérée l'an prochain (tableau 2).

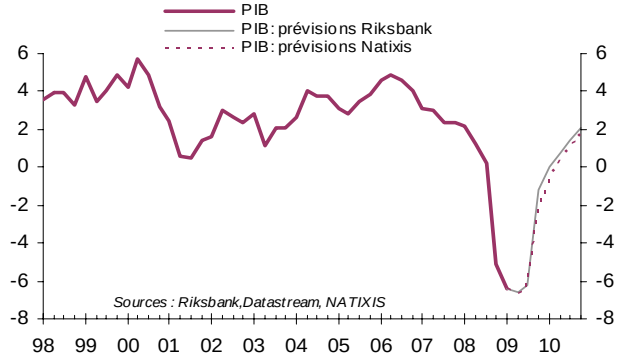
Tableau 2 : Scénario de croissance mondiale

	Riksbank		Natixis	
	2009	2010	2009	2010
Etats-Unis	-3,1	0,9	-2,3	1,3
Japon	-6,3	0,6	-8,6	-0,5
Zone-Euro	-4,8	0,0	-4,2	-0,1
Monde	**-1,2**	**2,3**	**-2,7**	**1,3**

Sources : Riksbank, Natixis

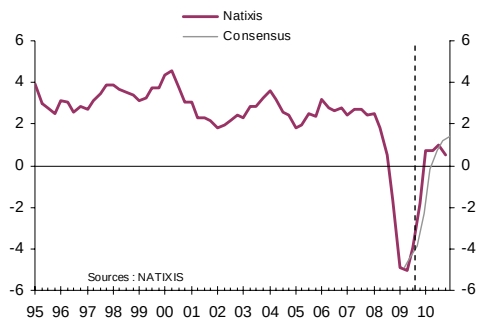
Après un repli de 1,2% en 2009, la croissance mondiale s'élèvera à 2,3% en 2010. Notre scénario est un peu plus pessimiste, avec respectivement -2,7% en 2009 et seulement +1,3% en 2010, ce qui implique une hausse plus limitée du PIB suédois en 2010 (+0,6% après -5,5%) (graphique 2).

Graphique 2
PIB et prévision de PIB (% GA)

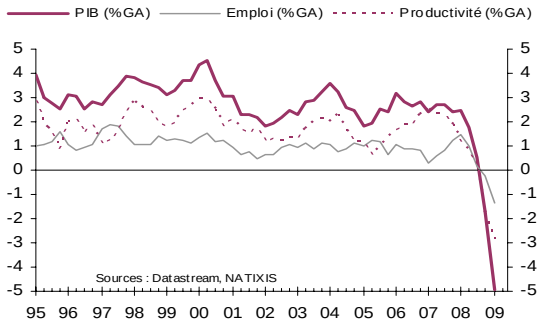


Principaux indicateurs :

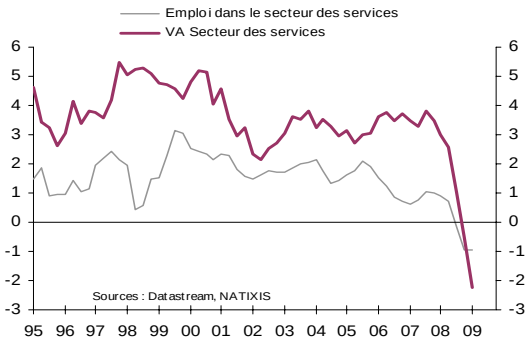
PIB (GA, %)



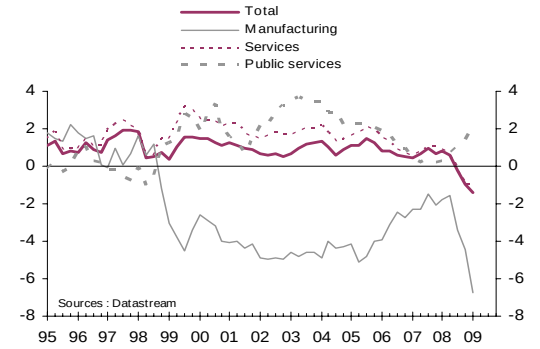
Emploi, PIB, productivité (GA, %)



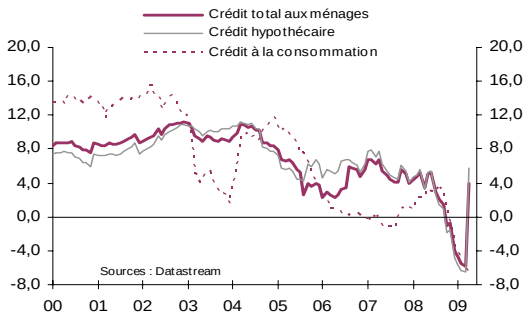
Services (GA, %)



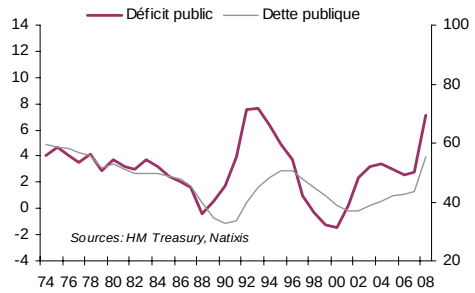
Emploi (GA, %)

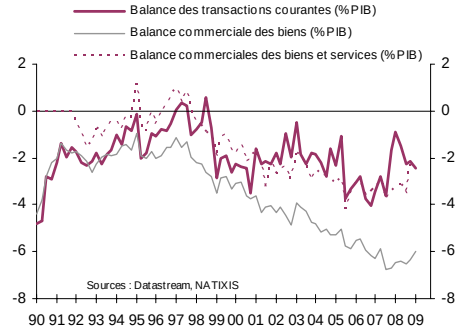


Crédits (GA, %)



Dette (% du PIB)



EUR/GBP

Déficit externe (% du PIB)