

Royaume-Uni

Table des matières

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

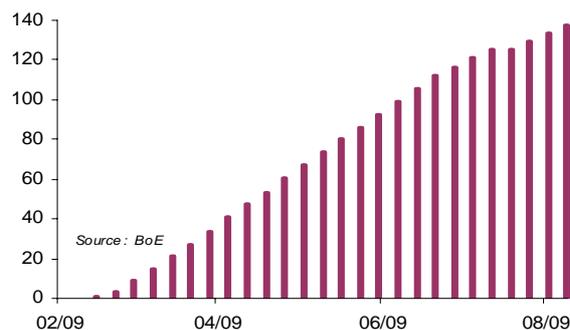
Une économie en soin intensif

Selon la seconde estimation de la croissance du deuxième trimestre le PIB a reculé de 0,7% T/T, une baisse un peu plus marquée que celle que nous avons prévue. Par ailleurs, le scénario d'un rebond de la croissance au second semestre 2009 est confirmé par l'évolution des indicateurs avancés. Ce rebond viendra essentiellement d'un effet stocks favorable (moins de déstockage) et d'un timide sursaut de la consommation des ménages qui sera soutenue par plusieurs facteurs (désinflation, prime à la casse, baisse de la charge d'intérêt).

Nous continuons de penser que cette amélioration ne sera qu'éphémère. En effet, de nombreux chocs négatifs affecteront les dépenses des ménages dès début 2010 (hausse de la TVA en janvier, fin de la prime à la casse au plus tard début mars, relèvement de l'impôt sur les revenus en avril). Dans un contexte de dégradation continue du marché du travail (baisse de l'emploi, ralentissement des salaires), la consommation des ménages ne devrait donc guère progresser l'an prochain. Les entreprises sont d'ailleurs plus que circonspectes en ce qui concerne l'évolution de la demande, les intentions d'investissements demeurant particulièrement déprimées.

La prudence semble aussi guider la BoE, qui a choisi de poursuivre l'injection de liquidités. Lors du dernier comité de politique monétaire, outre le maintien de son taux de base à 0,5%, elle a en effet annoncé une augmentation de 50Mds£ de son programme d'achats d'actifs (APF), qui s'élève désormais à 175Mds£. Cela suggère que la BoE considère que les mesures prises jusqu'alors ne sont vraisemblablement pas suffisantes pour contrecarrer les forces dépressives qui pèsent sur l'économie.

Encours des achats d'actifs (APF), Mds £



Rédacteur
Nathalie Dezeure

Directeur de la publication
Patrick Artus

Achévé de rédiger
le 3 septembre 2009

Focus : Irlande : la mise en place de la Bad Bank s'annonce délicate.

Prévisions macro-économiques et financières

Chiffres clés Royaume-Uni	2008	2009 ^P	2010 ^P
Consommation privée (GA, %)	1,2	-2,8	-0,1
Consommation publique (GA, %)	2,8	2,4	1,5
Investissement (GA, %)	-2,8	-13,3	-0,6
Stocks (contrib., pt %)	-0,4	-1,2	1,0
Exportations (GA, %)	0,79	-12,1	0,0
Importations (GA, %)	-0,6	-13,3	1,2
Commerce extérieur (contrib., pt %)	0,4	0,7	-0,3
PIB	0,7	-4,0	0,9
Inflation	3,61	2,0	1,9
Taux de chômage (BIT)	5,8	8,3	10,2
Emploi (GA, %)	-0,3	-2,5	-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-	28-août	3M	6M	12M
Taux d'intérêt*				
Taux de base	0,50	0,50	0,50	0,50
3 mois	0,69	0,70	0,80	0,90
2 ans	0,88	1,00	1,10	1,50
5 ans	2,60	2,66	2,63	2,89
10 ans	3,56	3,65	3,62	3,86
C h a n g e				
EUR / GBP	0,88	0,88	0,91	0,92
GBP / USD	1,63	1,64	1,52	1,55

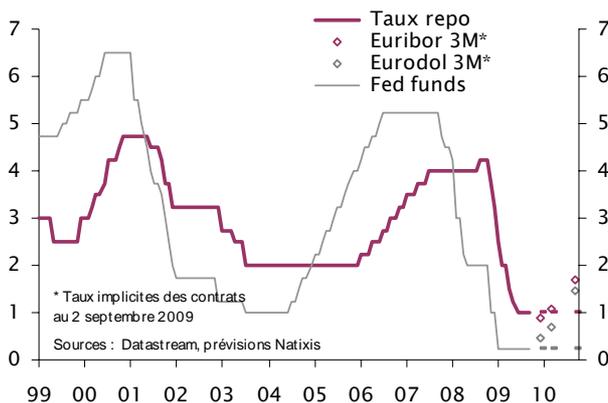
* Taux annualisés

Profil trimestriel, Royaume-Uni	T 3-08	T 4-08 ^P	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
PIB (T/T, %)	-0,7	-1,8	-2,4	-0,7	1,1	0,4	0,1	-0,2	0,7	0,0
PIB (GA, %)	0,5	-1,8	-4,9	-5,5	-3,8	-1,6	0,9	1,3	1,0	0,6
Inflation (CPI)	4,8	3,9	3,0	2,1	1,3	1,4	2,3	2,1	1,5	1,7
Taux de chômage (BIT)	6,0	6,5	7,2	8,0	8,5	9,4	9,6	10,1	10,3	10,9
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

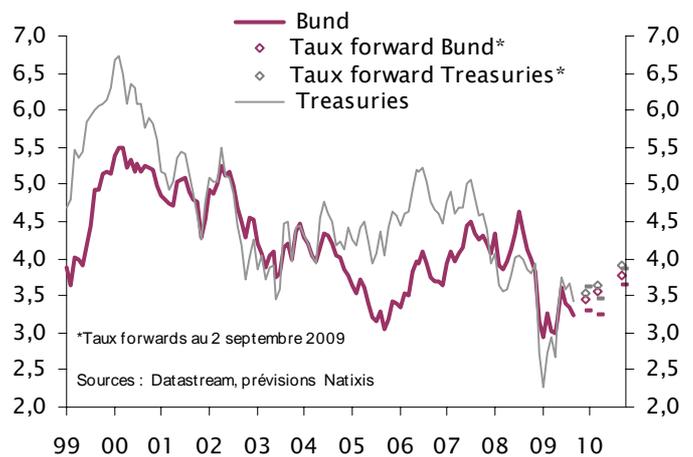
Environnement international	2008	2009 ^P	2010 ^P
Etats-Unis			
PIB (GA, %)	0,4	-2,6	1,3
Inflation (%)	3,8	-0,7	1,1
Solde budgétaire (% PIB)	-3,1	-11,0	-9,8
Zone Euro			
PIB (GA, %)	0,6	-4,0	0,1
Inflation (%)	3,3	0,3	0,9
Solde budgétaire (% PIB)	-1,9	-5,6	-6,6
Brent (Br\$. moyenne annuelle)	96,9	60,1	73,2

Taux d'intérêts	28-août	3M	6M	12M
Repo BCE	1,25	1,00	1,00	1,00
10A Bund	3,25	3,30	3,25	3,64
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25
10A Treasuries	3,45	3,60	3,45	3,85
Taux de change				
	28-août	3M	6M	12M
EUR/USD	1,43	1,44	1,39	1,42
USD/JPY	93,6	97,0	95,0	100,0

Taux directeurs (%)



Taux 10 ans annualisés

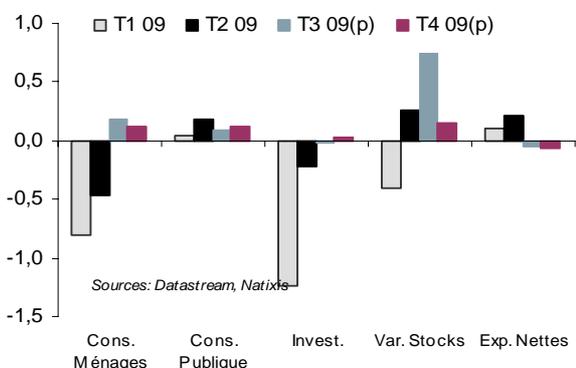


Une économie en soin intensif

Le PIB a reculé de façon plus marquée qu'attendu au deuxième trimestre, bien que la seconde estimation de la croissance ait mis en évidence une baisse légèrement moins forte que celle annoncée lors de l'estimation préliminaire (-0,7%, contre -0,8%). L'acquis de croissance à l'issue du premier semestre atteint -4,6%.

Le détail de l'évolution des composantes (pour l'heure connu partiellement) a été conforme à nos attentes. La baisse de la consommation (-0,7% T/T) a été plus modérée qu'au cours des deux trimestres précédents tandis que la chute de l'investissement est toujours très marquée (-4,5%). Le déstockage a une fois encore été exceptionnellement élevé, mais inférieur au niveau atteint au premier trimestre. Ainsi, la contribution des stocks à la croissance est devenue positive en T2 09 (0,3 point de PIB). Ce « soutien » devrait perdurer au cours des prochains trimestres, l'ajustement à la baisse des stocks ayant été en grande partie réalisé. Enfin, le commerce extérieur a également été favorable (contribution positive de 0,2 point), grâce à une chute des importations (-3,2%) plus marquée que celles des exportations (-2,7%) (graphique 1).

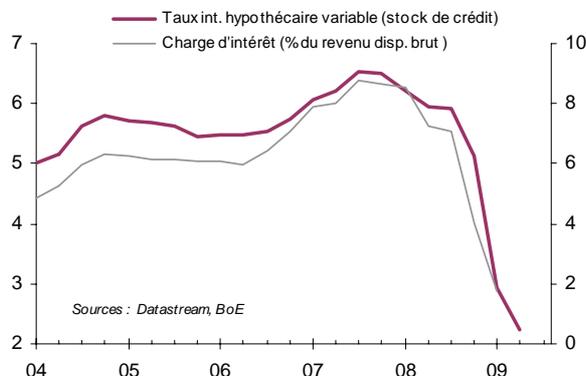
Graphique 1
Composantes du PIB (contribution en %)



Un sursaut de consommation au S2-09

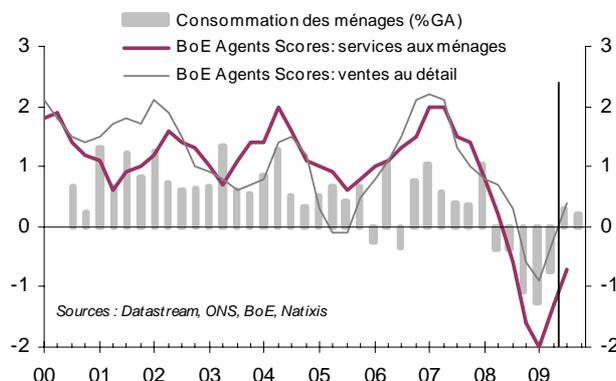
Le profil de la croissance devrait se modifier au cours du second semestre, grâce à un sursaut de consommation (graphique 1). En effet, comme nous l'évoquions dans nos précédentes notes, un ensemble d'éléments devrait soutenir les dépenses des ménages. Il s'agit du stimulus fiscal (essentiellement la prime à la casse de 2000£ pour l'achat d'un véhicule neuf en remplacement d'un véhicule de plus de 10 ans détenu depuis plus de 12 mois), de la désinflation (l'inflation tombera à 1,4% en moyenne au S2-09, contre 2,4% au S1-09) et de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires qui a permis une réduction sensible de la charge d'intérêt. Les données de T1-09 ont en effet montré une diminution significative de la charge d'intérêt (à 1,8% du RDB) et la baisse des taux d'intérêt en T2-09 suggère un prolongement de cette tendance (graphique 2).

Graphique 2
Charges d'intérêt et taux hypothécaire



Dans ce contexte, les indicateurs avancés des dépenses des ménages se sont sensiblement redressés. Les ventes au détail ont augmenté au cours des derniers mois (+1,8% en volume entre mai et juillet dernier) et l'enquête de la BoE indique une progression du chiffre d'affaire dans le secteur des ventes au détail et un redressement dans les services aux ménages (graphique 3).

Graphique 3
BoE Agent scores: chiffres d'affaires et consommation



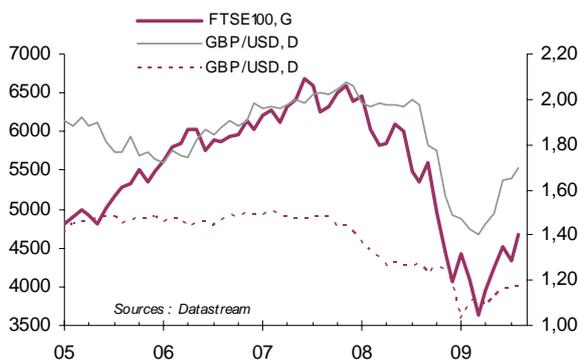
Selon notre scénario, ces éléments devraient se traduire par une progression (très) modérée de la consommation des ménages au cours des deux prochains trimestres (+0,3% en T3 et +0,2% en T2). En particulier, les ventes d'automobiles devraient avoir une contribution positive (à la consommation) de respectivement de 0,4 point et 0,3 point. Mais la reprise de la consommation ne sera qu'éphémère et un repli devrait à nouveau être observé dès début 2010. En effet, les chocs négatifs ne manqueront pas de peser sur les dépenses des ménages : hausse de la TVA en janvier 2010 (de 15% depuis décembre 2008 à 17,5%), fin de la prime à la casse au plus tard début mars 2010, relèvement de l'impôt sur les (hauts) revenus à partir d'avril 2010 (augmentation à 50% de l'impôt additionnel sur les revenus de plus de 150 000£, retrait des allocations pour les ménages dont les revenus excèdent 100 000£).

Par ailleurs, en raison de la poursuite de l'ajustement à la baisse de l'emploi (-2,5% en 2009, -1,1% en 2010) et du ralentissement des salaires (1,3% en 2009 et 2,3% en 2010 après 4% en moyenne entre 2004 et 2008), la consommation des ménages ne devrait pas progresser en 2010. De même, la baisse du prix des actifs par rapport au niveau d'avant crise (les prix immobiliers sont encore en baisse de près de 13% par rapport à leur niveau de fin 2007, le Footsie de plus de 25%) et le niveau élevé de l'endettement public et privé vont peser sur les dépenses domestiques.

Les entreprises incrédules face à la reprise

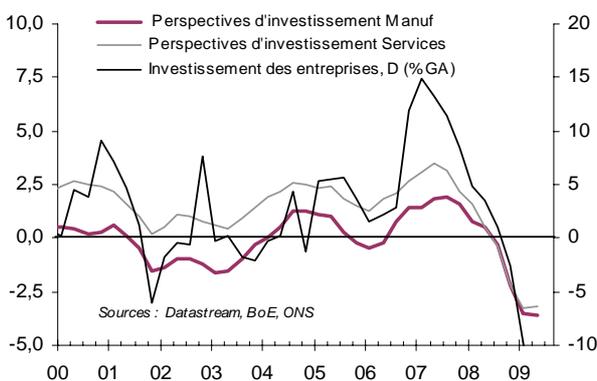
Alors que les marchés ont salué le redressement de l'activité qui se dessine (graphique 4), les entreprises quand à elles n'envisagent pas de reprise durable de la demande.

Graphique 4
Taux de change et indice boursier



En effet, les perspectives d'investissement ne montrent pas signe de redressement, malgré une baisse particulièrement marquée depuis T4 07 (-19,3%) (graphique 5).

Graphique 5
Investissement des entreprises et perspectives



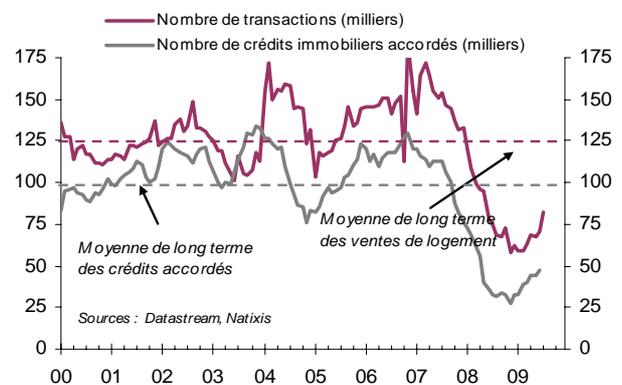
Cette absence de rebond de l'investissement traduit à la fois des capacités de production largement excédentaires et la faiblesse attendue de la demande au cours des prochains trimestres. Selon la CBI, 54% des entrepreneurs interrogés considèrent que l'incertitude concernant la demande pèse sur l'investissement alors que les problèmes de financement apparaissent comme une contrainte bien moins importante (6% pour le coût de financement, 22% pour le manque de financement interne). Une reprise de l'investissement des entreprises dans l'horizon de prévision apparaît donc très

improbable (-17,2% en 2009 et -2% en 2010 selon nos prévisions).

La reprise du marché immobilier se confirme

Les derniers indicateurs ont confirmé le redressement du marché immobilier. Côté prix, l'indice Nationwide a augmenté pour le sixième mois consécutif en août (+8,4% depuis février, soit -2,7% en GA en août contre -17,6% en février dernier). Côté transactions, la tendance haussière depuis le début de l'année est soutenue par le rebond des prêts immobiliers accordés. Mais tant le nombre de ventes de logement que le nombre de crédits accordés restent très largement sous leur moyenne de long terme (graphique 6).

Graphique 6
Crédits accordés et ventes de logement



Par ailleurs les premiers signes de redressement de l'activité dans la construction ont pu être observés au cours du deuxième trimestre, avec le rebond des nouvelles commandes dans la construction et des mises en chantier. Cependant ce redressement est insuffisant pour permettre une véritable reprise de l'investissement résidentiel et de l'activité dans la construction. En effet, concernant les mises en chantier il s'agit principalement de la réouverture de sites plutôt que du développement de nouveaux projets. En outre, le rebond des commandes (largement dû au secteur public) semble avoir fait long feu. L'enquête de la commission européenne indique que les carnets de commande restent extrêmement faibles (en août encore 67,8% des sondés annonçait une baisse des carnets de commandes).

Boe : l'exit strategy n'est pas d'actualité

Nos perspectives concernant l'économie britannique restent donc très sombres : baisse prolongée de l'investissement, absence de consommation et fin du déstockage comme principale « soutien » à la croissance en 2010.

La BoE n'est vraisemblablement guère plus optimiste. En effet, lors du dernier comité de politique monétaire, outre le maintien de son taux de base à 0,5%, elle a décidé d'augmenter de 50Mds£ son programme d'achats d'actifs (APF), qui s'élève désormais à 175Mds£. Ce relèvement du plafond de l'APF (préalablement autorisée par le Chancelier de l'Echiquier) a été notamment justifié par l'extension des actifs éligibles (la BoE peut désormais acheter des Secured Commercial Paper). Il suggère surtout que la BoE considère que l'injection de liquidités opérée jusqu'alors n'est

vraisemblablement pas suffisante pour contrecarrer les forces dépressives qui pèsent sur l'économie britannique. Les minutes ont d'ailleurs révélé que tous les membres du comité étaient en faveur d'une augmentation substantielle de l'APF, les discussions portant sur l'ampleur de cette hausse (50Mds£ ou plus). La question de l'*exit strategy* n'est donc vraiment pas d'actualité.

La répartition par type d'actifs des achats de la BoE suggère que la possibilité d'acheter des Secured Commercial Paper est vraisemblablement un prétexte pour augmenter le montant de l'APF (tableau).

Encours des achats d'actifs au 27/08/09.

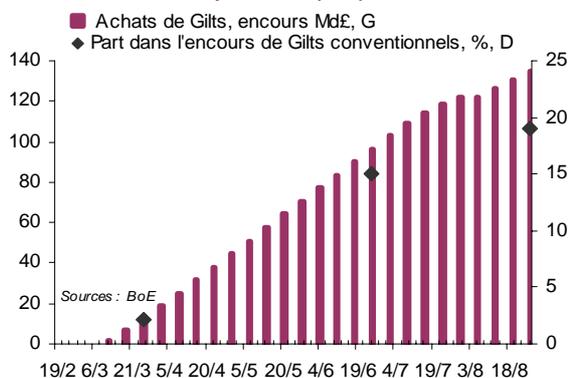
	Corporate Commercial paper	Corporate Bonds	Gilts	Secured commercial paper	Total
millions£	1573	938	134971	0	137482
%	1,1	0,7	98,2	0	100

Source : BoE

En effet, depuis la mise en place de ce programme, la part des achats de Gilts n'a cessé d'augmenter, pour atteindre 98,2% des achats (au 27 août dernier), au détriment des titres Corporates. L'amélioration des conditions de marché pour les entreprises observée depuis le début de l'année justifie sans doute cette orientation. La BoE détient désormais une part significative de l'encours de Gilts (hors indexés) (graphique 7).

Graphique 7

Achat de Gilts par la BoE (APF) - Encours Mds£

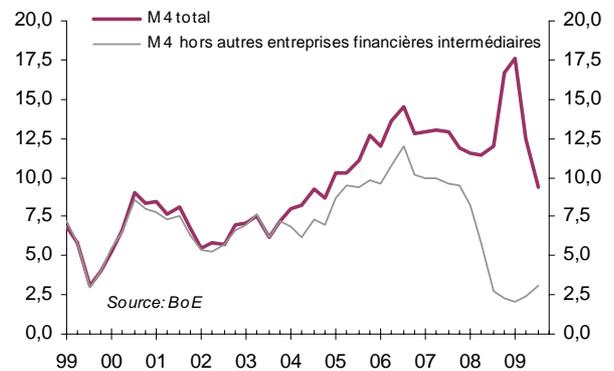


Cela n'est pas sans avoir des effets pervers sur le marché (problème de liquidité de certains Gilts). C'est pourquoi, la BoE a également annoncé lors du CPM d'août (conjointement avec le *Debt Management Office* - DMO) qu'une partie des titres qu'elle détient est désormais disponible pour les opérations de repo du DMO.

Les effets positifs de cet assouplissement quantitatif massif ne sont pas encore évidents. Certes, l'injection de liquidités a permis une hausse du prix de certains actifs (notamment des titres achetés par la BoE) et a vraisemblablement soutenu le rebond des marchés boursiers (graphique 4). Mais en ce qui concerne l'objectif premier, à savoir l'augmentation des dépenses nominales, les résultats se font attendre (au T2 09, les dépenses domestiques hors stocks ont reculé de 0,2%/T). L'abondance de liquidités est longtemps restée bloquée dans les institutions financières,

comme le montre l'évolution de M4 et de M4 hors « autres entreprises financières (OFC) intermédiaires » (graphique 8).

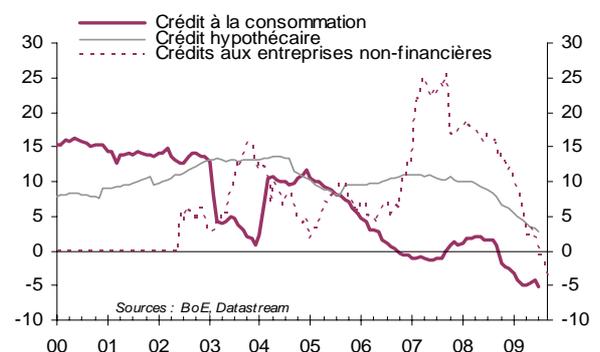
Graphique 8
Encours de monnaie M4 (% GA)



Les dernières données ont toutefois révélé un timide redressement de M4 hors OFCs intermédiaires, suggérant que l'injection de liquidité commence à profiter au secteur privé non financier. En particulier, la détention de M4 par les entreprises non-financières s'est redressée au cours des derniers mois (GA à -0,7% en juillet contre -3,7% en mars dernier). Le ralentissement de M4 (total) quant à lui s'explique par la reprise des émissions (dette bancaire de long terme, actions) au cours du T2 qui a incité les investisseurs à puiser dans leurs dépôts pour acheter ces titres. A l'inverse, du côté du crédit, la situation ne s'est pas améliorée. En dépit de la hausse de la disponibilité de l'offre mise en évidence par l'enquête *Credit Condition Survey* du deuxième trimestre, le crédit aux agents privés non-financiers continue de ralentir voire de baisser.

Graphique 9

Crédit au secteur privé non financier (% GA)



Alors que la reprise des dépenses sera faible et éphémère, la BoE ne devrait pas envisager de sortir de l'assouplissement quantitatif avant le second semestre 2010. Compte tenu du montant colossal des Gilts détenus via l'APF, elle ne pourra être que progressive et sans doute conditionnelle à une amélioration des finances publiques. Dans le cas contraire, le retour sur le marché des Gilts détenus par la BoE risquerait d'entraîner une hausse brutale des taux d'intérêt, une situation que la BoE cherche à éviter à tous prix.

Focus : Irlande : la mise en place de la *Bad Bank* s'annonce délicate.

Face à la crise bancaire, le gouvernement irlandais a choisi une approche globale. D'une part, il a mis en place dès septembre 2008 une garantie bancaire couvrant la quasi-totalité des engagements des six principales banques domestiques (soit environ 215% du PIB). Cette garantie court jusqu'au 28 septembre 2010. D'autre part, il a annoncé en avril 2009, la création d'une agence (National Asset Management Agency - NAMA) dont l'objectif est de racheter les prêts (essentiellement immobilier) des banques participants. Selon les estimations, le montant des prêts transférés à la NAMA pourrait atteindre 90Mds€.

Le 30 juillet dernier le Ministre des Finances a envoyé à la BCE un avant-projet de loi concernant la création de cette agence, le texte devant être présenté au parlement irlandais le 16 septembre prochain. En quatre points, le fonctionnement de la NAMA serait le suivant :

- retrait des actifs risqués des banques concernés pour le rendre plus saine et plus sûre ;
- en contrepartie des prêts risqués rachetés par la NAMA, les banques reçoivent des titres publics et/ou des titres garantis ;
- la NAMA aura la gestion, directe ou indirecte, de ces prêts avec pour objectif d'obtenir le meilleur rendement possible. Remplaçant la banque qui a initialement émis le prêt, elle collectera les intérêts dus et pourra poursuivre les débiteurs ;
- l'agence sera un organisme indépendant avec un conseil d'administration désigné par le ministère des finances et dont les ressources (personnel, services de gestion) seront fournis par l'agence nationale du Trésor.

La BCE a donné son opinion le 31 août. Elle soutient le projet, qui ne pose pas de problème légal majeur ni d'avantage déloyal et qui répond aux principes édictés par l'Eurosystème (Guiding Principles for Bank Asset Support Schemes, 25 février 2009).

Cependant, la BCE exhorte à la prudence en ce qui concerne la valorisation des prêts risqués. La méthode présentée dans l'avant projet retient une valorisation économique de long terme déterminée en fonction des éléments suivants :

1. La valeur de marché du bien (immobilier, terrain) correspondant à l'actif à une date spécifiée par la NAMA.
2. La valeur de marché de l'actif à une date spécifiée par la NAMA.
3. La valeur économique de long terme du bien considéré en (1) à la date indiquée en (1).

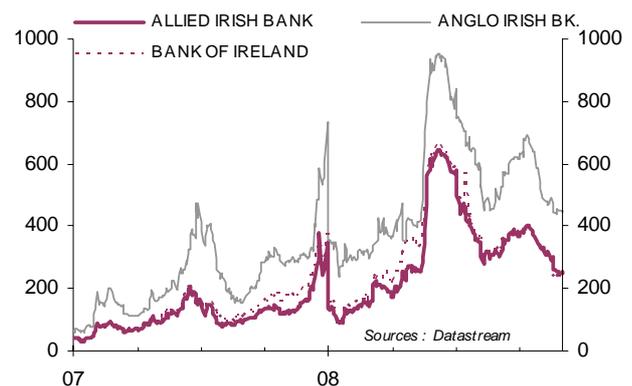
La BCE indique qu'une valorisation de marché serait préférable. Selon elle, la méthode présentée risque de créer des incitations inappropriées (paiement d'une prime injustifiée aux institutions financières participantes).

Les critiques sur la méthode de valorisation ne viennent pas seulement de la BCE. La présentation devant le comité des finances du Parlement le 1^{er} septembre a également donné lieu à des critiques concernant la valorisation des actifs. D'une manière générale, l'opposition et l'opinion publique craint un transfert de la richesse des contribuables vers les actionnaires.

La mise en place de la NAMA est un enjeu important dans la mesure où elle constitue une condition de sortie du programme de garantie. La restructuration du secteur bancaire qui en découlera permettra de renforcer les banques irlandaises qui sont toujours très fragilisées. Malgré une baisse substantielle par rapport aux pics atteints en mars dernier, les spreads sur les CDS (5 ans) des principales banques irlandaises restent nettement supérieurs à leur niveau d'avant crise.

Graphique 1

CDS 5 ans des principales banques irlandaise

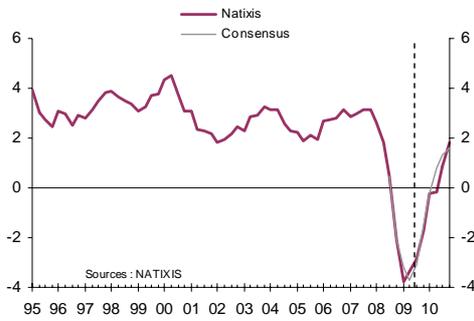


La méthode de la valorisation des actifs est donc cruciale pour au moins deux raisons. D'une part, le succès de la NAMA en dépend. D'autre part, elle détermine l'ampleur du coût potentiel de la NAMA sur les finances publiques. Les actifs rachetés par la NAMA pourront, au cours du temps, retrouver une certaine valeur qui permettra de compenser tout ou partie du coût fiscal initial. L'exemple Suédois du début des années quatre-vingt dix est, à ce titre, plutôt encourageant. Les *bad banks* créées en 1993 (regroupant les créances douteuses de deux des principales banques suédoises) ont été dissoutes en 1997 après avoir récupéré le maximum de créances et le coût fiscal net de la crise bancaire a été quasi nul.

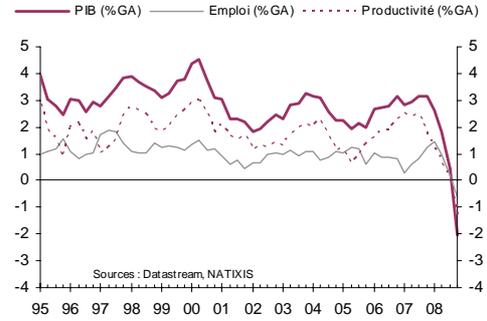
Pour l'heure la dégradation déjà marquée des finances publiques irlandaises (la dette est passé de 25% du PIB en 2007 à 43,2% en 2008 et devrait dépasser les 60% en 2009) devrait ce poursuivre l'an prochain. Selon les estimations et les méthodes de valorisation, la création de la NAMA entraînerait une augmentation de la dette de 15% à 35% du PIB en 2010.

Principaux indicateurs :

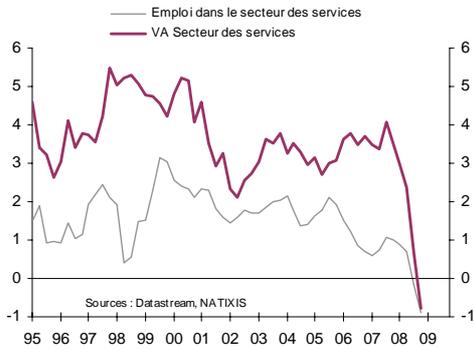
PIB (GA, %)



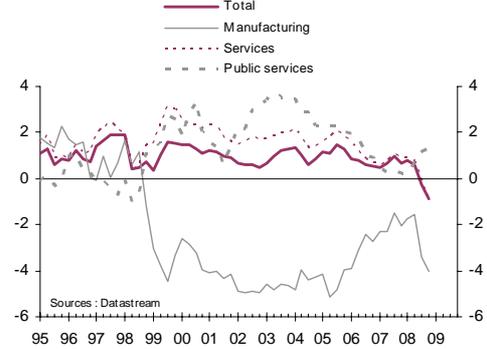
Emploi, PIB, productivité (GA, %)



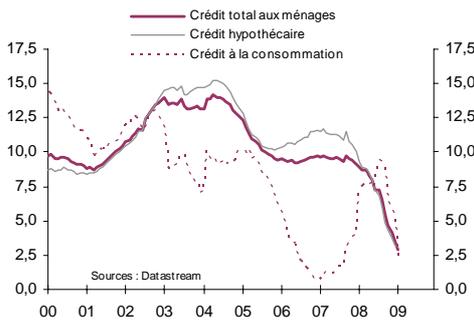
Production services (GA, %)



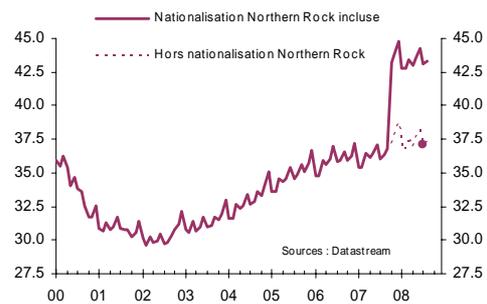
Emploi (GA, %)



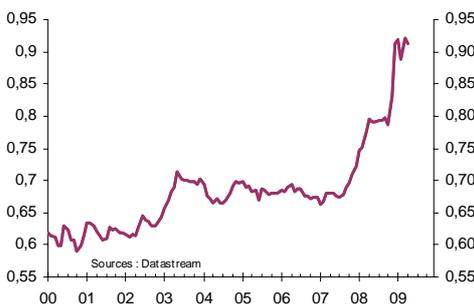
Crédits (GA, %)



Dettes (% du PIB)



EUR/GBP



Déficit externe (% du PIB)

