

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

Yaëlle Hauseux

**Département de la
conjoncture
Division Enquêtes de
conjoncture**

Julien Pramil

**Département de la
conjoncture
Division Synthèse
conjoncturelle**

De 2000 à mi-2013, les conjonctures française et britannique étaient voisines, malgré quelques différences : croissance soutenue de 2000 à 2008, récession en 2008 et 2009 puis reprise jusqu'à mi-2013 (en France, l'essentiel de la reprise s'est fait avant 2011). Depuis mi-2013, en revanche, l'activité est dynamique au Royaume-Uni alors qu'elle progresse faiblement en France. Au total en deux ans et demi, le PIB a crû de 6,4 % outre-Manche contre seulement 1,6 % en France, soit 4,9 points d'écart. Pourtant, ces deux économies sont comparables : la composition sectorielle de leur production est proche et n'explique pas les différences observées, et la structure de leur demande se ressemble.

L'écart de croissance depuis mi-2013 s'explique principalement par la consommation, l'investissement des ménages et l'investissement public ; en revanche, la consommation publique et le commerce extérieur n'y ont quasiment pas contribué et le comportement de demande des entreprises apparaît secondaire.

Au-delà du décompte des contributions, les modélisations de la consommation et de l'investissement des ménages dans les deux pays suggèrent que trois facteurs peuvent expliquer cette forte divergence conjoncturelle.

Tout d'abord, alors que le partage de la valeur ajoutée a été relativement semblable et que le pouvoir d'achat a évolué au même rythme de part et d'autre de la Manche depuis 2013, le fonctionnement du marché du travail britannique s'est traduit par un partage de la masse salariale en faveur de l'emploi et au détriment des salaires. La baisse du chômage a probablement favorisé un recul de l'épargne de précaution au Royaume-Uni et donc une hausse de la consommation. En France, le chômage a progressé sur la période et, par ailleurs, la sensibilité directe de l'épargne au chômage est beaucoup plus réduite. Cet effet aurait contribué pour +1,7 point de PIB au différentiel de croissance observé entre les deux pays depuis mi-2013.

Ensuite, les politiques monétaires ont été accommodantes dans les deux pays. Au Royaume-Uni, ceci a entraîné une plus forte hausse du prix des actifs (prix de l'immobilier et indices boursiers), ce qui s'est répercuté sur la consommation et l'investissement des ménages par des effets de richesse puissants. Au total, le contexte monétaire et financier expliquerait +2,2 points de l'écart de croissance entre les deux pays depuis mi-2013.

Enfin, la politique budgétaire a été plus favorable au Royaume-Uni depuis 2010 et a contribué à l'écart de croissance entre les deux pays à travers deux canaux principaux : un investissement public plus dynamique et une imposition sur les ménages moins défavorable sur leur consommation. La contribution de la politique budgétaire au différentiel de croissance depuis mi-2013 est évaluée à +1,1 point de PIB.

Cependant, ces facteurs de différence s'estomperaient, pour certains dès le premier semestre 2016. Le taux de chômage britannique est proche du niveau frictionnel et les difficultés de recrutement sont particulièrement aiguës : le potentiel de désépargne de précaution serait épuisé, ce qui entraînerait un ralentissement de la consommation. Par ailleurs, confronté à un déficit des administrations publiques important, le gouvernement britannique prévoit dès 2016 de limiter ses dépenses. Enfin, le durcissement attendu à moyen terme de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre pourrait freiner les prix des actifs et donc les effets de richesse.

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

Depuis mi-2013, l'activité est bien plus dynamique au Royaume-Uni qu'en France

Jusque mi-2013, les cycles conjoncturels d'activité français et britanniques ont été en phase

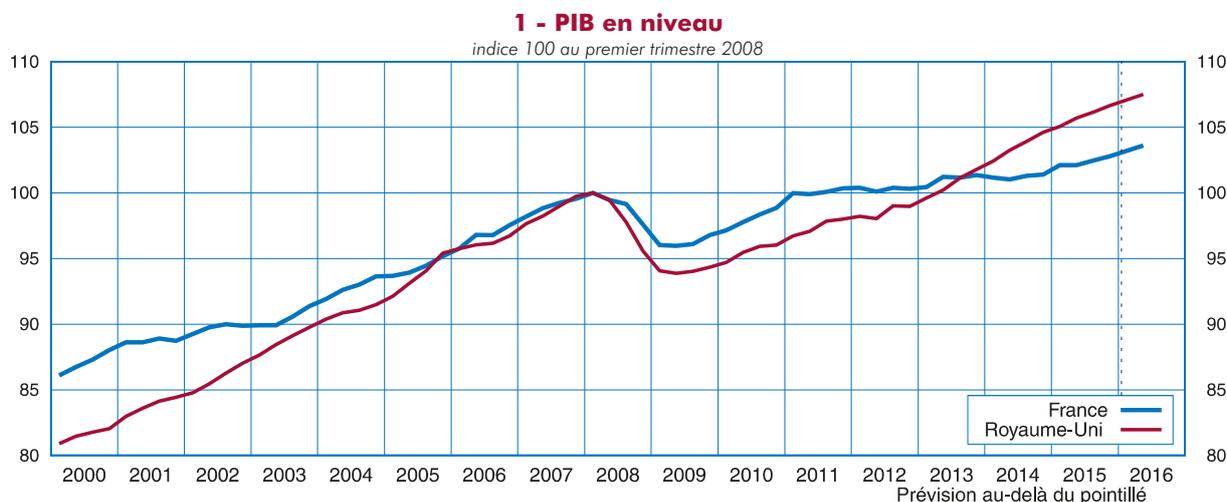
Les croissances française et britannique des dernières années ont permis aux deux pays de retrouver leur niveau d'avant-crise, au premier trimestre 2011 pour la France, et au deuxième trimestre 2013 pour le Royaume-Uni (*graphique 1*). Depuis le troisième trimestre 2013, la croissance britannique est quatre fois plus dynamique (+6,4 %) que celle de sa voisine (+1,6 %), soit un différentiel de 4,9 points en dix trimestres.

Depuis le début des années 2000 jusqu'à la crise de 2008, la croissance des deux pays a été comparable, quoique un peu plus forte au Royaume-Uni qu'en France (+2,9 % contre +2,1 % par an en moyenne). Les deux pays ont été affectés par la grande récession, le Royaume-Uni étant plus durement touché : du deuxième trimestre 2008 au troisième trimestre 2009, le PIB britannique a baissé de 6,0 % alors que le PIB français a reculé de 3,9 %. Puis l'ampleur de la reprise a été proche : du quatrième trimestre 2009 au deuxième trimestre 2013, le PIB s'est élevé de 6,6 % au Royaume-Uni et de 5,3 % en France.

D'où vient l'écart de croissance depuis mi-2013 ? Une décomposition du PIB dans l'approche « production » et dans l'approche « demande » permet d'abord de distinguer quelles sont les composantes de cet écart ; les dépenses des ménages et des administrations publiques apparaissent comme les principaux facteurs. Puis une analyse économique du dynamisme récent de ces composantes permet de comprendre l'origine de cet écart entre les deux pays.

La composition sectorielle des deux pays est proche

Le décalage conjoncturel depuis mi-2013 ne provient pas d'une différence dans la composition sectorielle de l'économie. En effet, les valeurs ajoutées britannique et française ont des compositions proches (*graphique 2*). L'industrie, la construction ou les activités immobilières représentent des parts semblables dans la valeur ajoutée brute des deux pays. Les seules légères différences concernent les activités financières et d'assurance qui sont plus importantes au Royaume-Uni (8 %) qu'en France (4 %), tandis que l'activité de l'administration publique, de la défense, de l'éducation, de la santé et de l'action sociale est plus développée en France (23 % contre 18 %). Ainsi, en calculant un effet de composition comme l'écart de croissance imputable à la seule différence de structure, la composition sectorielle a joué marginalement, et en faveur de la croissance française, dans l'écart observé depuis mi-2013 (+0,4 point) ; entre 2000 et 2008, elle avait contribué à l'écart de croissance globale à hauteur de +1,3 point de croissance cumulée en faveur du Royaume-Uni.



Sources : Insee, ONS

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

Les dynamiques sectorielles diffèrent, notamment dans les services

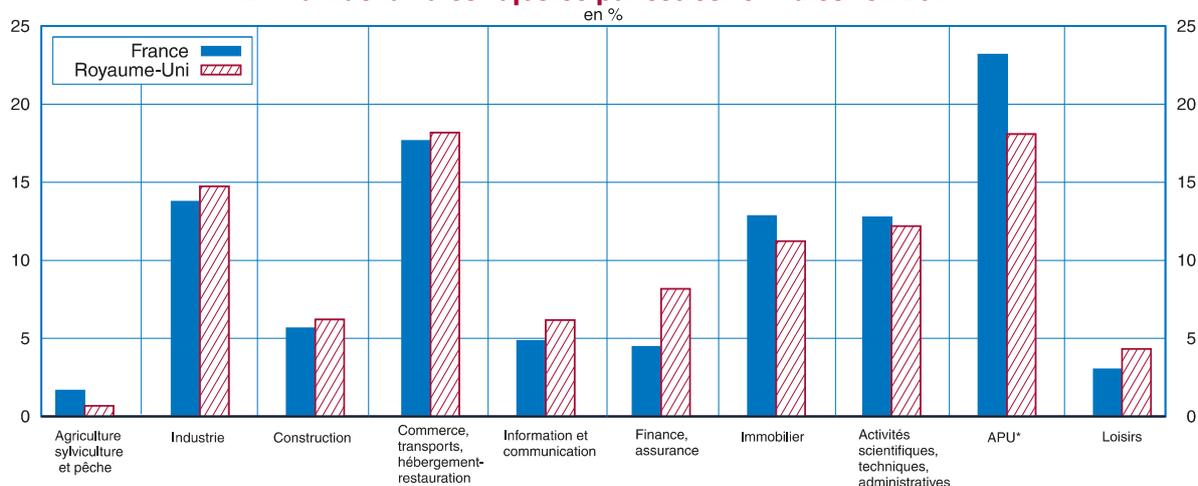
En revanche, les dynamiques sectorielles diffèrent fortement depuis mi-2013. Sur l'écart de croissance de la valeur ajoutée totale (+5,2 points) en faveur du Royaume-Uni, 3,8 points proviennent du dynamisme plus affirmé des services privés (tableau 1), en particulier dans le secteur des transports et de l'hôtellerie-restauration (+1,8 point) et celui des professions scientifiques, techniques et administratives (+1,6 point). La construction a aussi joué un rôle significatif et contribue pour +1,2 point, le secteur ayant été particulièrement robuste au Royaume-Uni (+1,0 % de croissance trimestrielle en moyenne depuis mi-2013) alors qu'il régressait en France (-0,9 % en moyenne).

De leur côté, les contributions à la croissance de l'industrie et des services non marchands sont voisines dans les deux pays depuis mi-2013. L'industrie a légèrement contribué à la croissance du Royaume-Uni, mais après s'être fortement contractée lors de la grande récession, si bien que son niveau est aujourd'hui inférieur de près de 10 % à son pic d'avant-crise (contre seulement 3,4 % en France).

La reprise britannique depuis mi-2013 est principalement portée par la consommation des ménages et l'investissement

Le décalage conjoncturel entre la France et le Royaume-Uni s'explique par des différences de dynamisme au sein des différents postes de la demande plutôt que par des effets de composition. La consommation des ménages, l'investissement des ménages et l'investissement public s'avèrent être les principaux contributeurs à la différence de croissance du PIB depuis mi-2013 ; la consommation publique et l'investissement des entreprises ont pesé dans une moindre mesure et le commerce extérieur n'a pas eu d'influence significative.

2 - Part de la valeur ajoutée par secteur en valeur en 2014



* APU : Administrations publiques

Sources : Insee, ONS

Tableau 1 - Contributions des secteurs à la croissance (volumes chaînés)

Périodes	France (1)			Royaume-Uni (2)			Écart ((2)-(1))		
	T2 2008-T3 2009	T4 2009-T2 2013	T3 2013-T4 2015	T2 2008-T3 2009	T4 2009-T2 2013	T3 2013-T4 2015	T2 2008-T3 2009	T4 2009-T2 2013	T3 2013-T4 2015
PIB total	-3,9	5,3	1,6	-6,0	6,6	6,4	-2,1	1,3	4,9
VA totale	-3,5	5,3	1,6	-5,9	6,7	6,8	-2,4	1,4	5,2
Industrie totale	-1,1	0,9	0,0	-1,8	-0,1	0,3	-0,6	-1,0	0,3
Construction	-0,6	-0,5	-0,5	-1,0	0,2	0,7	-0,4	0,7	1,2
Services privés	-2,3	4,1	1,4	-3,3	6,1	5,2	-1,0	2,0	3,8
Autres (APU, défense, éducation, etc.)	0,4	0,8	0,7	0,1	0,6	0,6	-0,4	-0,3	-0,1

Lecture : Entre le troisième trimestre 2013 et le quatrième trimestre 2015, la contribution des services privés à la croissance de la valeur ajoutée totale est de +5,2 points au Royaume-Uni et +1,4 point en France. La différence de contribution des services privés entre le Royaume-Uni et la France à la croissance de la valeur ajoutée est de +3,8 points sur cette période.

Sources : Insee, ONS

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

La structure de la demande est comparable

Comme pour la valeur ajoutée, la France et le Royaume-Uni ont une structure de demande assez similaire. Cependant, la consommation des ménages occupe une part plus importante dans le PIB britannique (62 % en 2014) que dans le PIB français (53 %).

Le constat est inversé pour la consommation des administrations publiques (en 2014, 24 % du PIB en France contre 20 % au Royaume-Uni). De même, l'investissement occupe une place plus importante dans le PIB français : 22 % contre 17 % au Royaume-Uni. En effet, la part de l'investissement des entreprises est plus élevée en France (13 % contre 9 % au Royaume-Uni), alors que les poids de l'investissement des ménages (environ 5 %) et de l'investissement public (4 %) sont comparables. Par actif, les deux pays ont une répartition équivalente de l'investissement entre la construction, l'équipement et la propriété intellectuelle.

Les parts des exportations et importations sont très proches, autour de 30 % du PIB dans les deux pays, bien qu'il existe des différences de répartition : la part des exportations de services est nettement plus élevée au Royaume-Uni qu'en France (43 % des exportations totales contre 27 % en France) du fait de la spécialisation du Royaume-Uni dans les services aux entreprises et les services financiers.

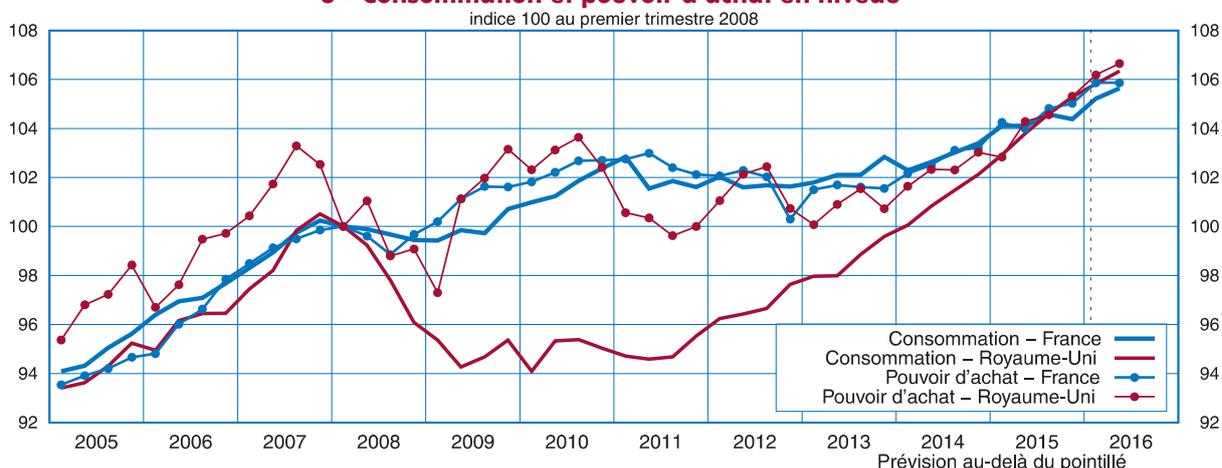
En calculant un effet de composition, c'est-à-dire la croissance imputable à la seule différence de structure de la demande, cet effet apparaît avoir joué de façon négligeable depuis mi-2013.

La consommation des ménages est nettement plus dynamique outre-Manche depuis mi-2013

Sur la période 2000-2007, la consommation des ménages a été plus dynamique au Royaume-Uni (+0,8 % en moyenne par trimestre) qu'en France (+0,5 %). En 2008-2009, la crise a eu un effet très différent sur la consommation de part et d'autre de la Manche : au Royaume-Uni, elle s'est contractée de 5,3 % entre le deuxième trimestre 2008 et le troisième trimestre 2009 (soit une contribution de -3,3 points à la croissance du PIB) alors qu'en France, elle a stagné sur la même période (*graphique 3*).

Après la crise, la consommation a redémarré plus tardivement au Royaume-Uni, mais de façon beaucoup plus forte, de sorte qu'elle a *in fine* rejoint le niveau français, relativement au pic d'avant-crise. Au total, la consommation des ménages contribue pour +3,4 points aux 4,9 points de différentiel de croissance entre le Royaume-Uni et la France depuis mi-2013 (*tableau 2*). Ces divergences dans le profil de la consommation des ménages proviennent essentiellement des comportements d'épargne, les ménages britanniques ayant nettement haussé leur taux d'épargne en 2008 et l'abaissant fortement depuis mi-2010 (*graphique 4*). Cela n'est pas dû aux dynamiques respectives de leur pouvoir d'achat : en effet, les pouvoirs d'achat des ménages britanniques et français évoluent de façon quasiment parallèle depuis 2008 (*graphique 3*).

3 - Consommation et pouvoir d'achat en niveau



Sources : Insee, ONS

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

L'investissement des ménages et l'investissement public ont fortement contribué à la différence de croissance depuis mi-2013

Entre 2000 et 2007, l'investissement ou formation brute de capital fixe (FBCF) augmentait à un rythme similaire en France et au Royaume-Uni. La crise a eu un effet nettement plus marqué au Royaume-Uni où la FBCF s'est contractée de plus de 20 % entre le premier trimestre 2008 et le troisième trimestre 2009 (contre environ 11 % en France, *graphique 5*). La reprise est en revanche plus forte au Royaume-Uni : l'investissement augmente vigoureusement depuis 2013 (alors qu'il se contracte depuis 2012 en France) et il a quasiment retrouvé son niveau d'avant-crise fin 2015 (alors qu'en France, il est inférieur de près de 10 % à son niveau de début 2008).

Au total, l'investissement contribue pour +2,5 points à l'écart de croissance entre la France et le Royaume-Uni depuis mi-2013. L'écart ne provient guère de l'investissement des entreprises, malgré son poids majeur. En effet, sur cette période, l'investissement des entreprises a augmenté dans les deux pays et ne contribue que pour +0,2 point à l'écart de croissance, l'amélioration des conditions de financement ayant été similaire dans les deux pays. Pourtant, l'effet accélérateur de la demande sur l'investissement des entreprises (Eudeline *et al.*, 2013) aurait dû stimuler davantage la FBCF britannique. Si l'on considère en outre le comportement de stockage comme étant celui des entreprises, cela renforce le constat que le différentiel de croissance d'activité des deux côtés de la Manche ne résulte pas de leur demande : en effet, les stocks contribuent à réduire l'écart de croissance (-1,1 point), ce qui résulte d'une contribution forte en France depuis mi-2013 et quasi nulle au Royaume-Uni. Le comportement de demande des entreprises n'est pas étudié plus en détail dans ce dossier, sa contribution ne permettant de comprendre le plus grand dynamisme de la croissance britannique depuis mi-2013.

Tableau 2 - Contributions des postes de demande à la croissance (volumes chaînés)

Périodes	en %								
	France (1)			Royaume-Uni (2)			Écart ((2)-(1))		
	T2 2008- T3 2009	T4 2009- T2 2013	T3 2013- T4 2015	T2 2008- T3 2009	T4 2009- T2 2013	T3 2013- T4 2015	T2 2008- T3 2009	T4 2009- T2 2013	T3 2013- T4 2015
PIB total	-3,9	5,3	1,6	-6,0	6,6	6,4	-2,1	1,3	4,9
Consommation des ménages	-0,2	1,3	1,2	-3,3	2,2	4,6	-3,1	0,9	3,4
Consommation publique	0,9	1,4	1,0	0,7	0,6	1,1	-0,2	-0,8	0,1
FBCF totale	-2,7	1,1	-0,2	-2,9	1,4	2,3	-0,2	0,3	2,5
<i>dont entreprises</i>	-1,9	1,2	0,8	-2,0	1,8	1,0	-0,1	0,6	0,2
<i>dont ménages</i>	-1,0	0,1	-0,5	-1,5	0,5	1,0	-0,5	0,4	1,6
<i>dont publique</i>	0,2	-0,1	-0,4	0,5	-0,6	0,4	0,3	-0,5	0,7
Commerce extérieur	-0,3	0,3	-1,8	1,1	-0,1	-1,8	1,4	-0,4	0,0
Stocks (solde)	-1,6	1,3	1,3	-1,6	2,6	0,2	0,0	1,4	-1,1

Lecture : Entre le troisième trimestre 2013 et le quatrième trimestre 2015, la contribution de la consommation des ménages à la croissance du PIB est de +4,6 points au Royaume-Uni et +1,2 point en France. La différence de contribution de la consommation des ménages entre le Royaume-Uni et la France à la croissance du PIB est de +3,4 points sur cette période.

Sources : Insee, ONS

4 - Taux d'épargne



Sources : Insee, ONS

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

La consommation publique et le commerce extérieur ont peu contribué aux différences de conjoncture depuis mi-2013

Ce sont donc principalement l'investissement des ménages (+1,6 point) et l'investissement public (+0,7 point) qui contribuent à l'écart de dynamisme de la FBCF : depuis mi-2013, ces investissements ont crû au Royaume-Uni alors qu'ils se sont contractés en France.

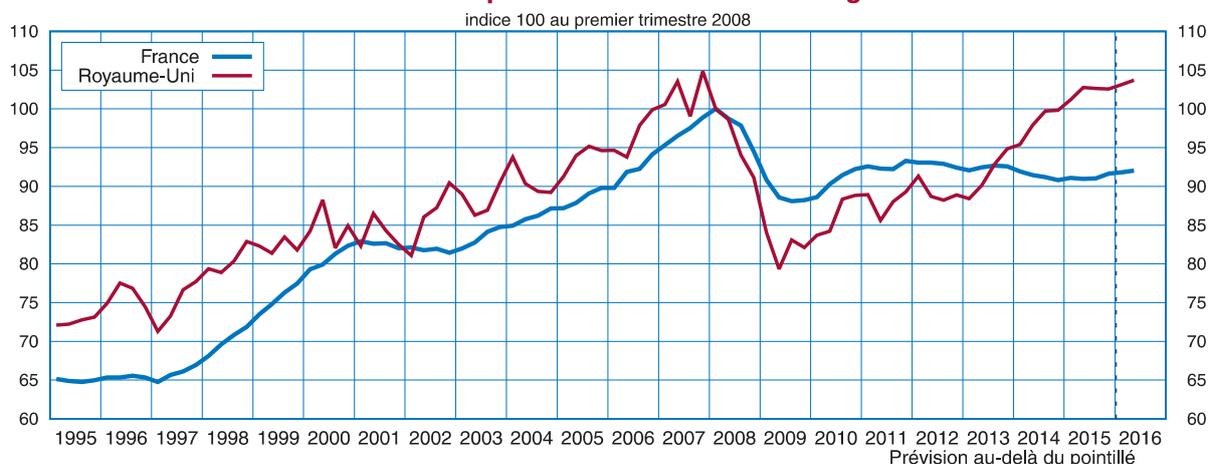
La consommation des administrations publiques a été nettement plus dynamique au Royaume-Uni qu'en France sur la période 2000-2007 (+0,9 % contre +0,4 % par trimestre en moyenne). Depuis 2008, les rythmes de croissance sont très proches dans les deux pays, si bien que la consommation publique contribue peu à l'écart de croissance observé depuis mi-2013 (+0,1 point).

Alors qu'avant la crise, les exportations de biens et services britanniques étaient un peu moins dynamiques qu'en France, la chute en 2008-2009 a été moins marquée outre-Manche et la reprise a cependant été plus nette. Côté importations, les rythmes de croissance entre 2000 et 2007, ainsi que la contraction ont été très comparables de part et d'autre de la Manche. Depuis mi-2013, les exportations et les importations sont à peine plus dynamiques en France qu'au Royaume-Uni et les échanges extérieurs ne contribuent pas à la différence de croissance. Pourtant, le dynamisme du PIB britannique aurait dû stimuler davantage les importations par rapport aux exportations et ainsi peser négativement sur l'écart de croissance entre les deux pays. De même, la forte appréciation de la livre par rapport aux monnaies de ses partenaires commerciaux (+20 % de mi-2013 à fin 2015) aurait pu contribuer davantage au différentiel de croissance.

Les ressorts du dynamisme de la croissance britannique depuis mi-2013

La décomposition du PIB suivant chacun de ses postes de la demande permet de distinguer quels agents et quels types de dépenses contribuent comptablement au différentiel de conjoncture sur la période récente entre les deux pays mais ne permet pas d'en identifier les causes. À partir d'équations économétriques modélisant le comportement de consommation et d'investissement des ménages, et des contributions de la dépense publique, trois facteurs principaux à l'origine de cette différence conjoncturelle entre la France et le Royaume-Uni depuis mi-2013 peuvent alors être isolés (*encadré 1*).

5 - Formation brute de capital fixe de l'ensemble des agents en niveau



Sources : Insee, ONS

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

Encadré 1 - Contribution des postes de demande au différentiel de conjoncture entre le Royaume-Uni et la France

Le PIB peut être décomposé selon les principaux postes de demandes :

$$PIB = C_{APU} + C_{Ménages} + I_{APU} + I_{Ménages} + I_{Entreprises} + (X - M) + \Delta S$$

où C est la consommation, I l'investissement, (X - M) la balance commerciale et ΔS la variation des stocks.

L'écart entre les évolutions des croissances française et britannique sur différentes périodes peut se décomposer suivant les contributions au PIB de chacun de ces postes de demande (tableau 2). Celles-ci permettent de comprendre les facteurs du différentiel de conjoncture sur la période récente entre les deux pays et une partie peut directement être reliée aux politiques budgétaires, au contexte financier et au marché de l'emploi.

Les écarts de contributions du secteur public (consommation et investissement) sont dus aux différences entre les politiques budgétaires des deux pays. Ainsi, 0,8 point de l'écart est directement imputable au différentiel de politique budgétaire.

L'équation de consommation des ménages (annexe) permet de décomposer les effets dus au contexte monétaire et financier (contribution des taux d'intérêt et des effets de richesse aux variations de la consommation des ménages), ceux provenant de la politique budgétaire (somme de la contribution des impôts indirects sur le déflateur de la consommation présent dans le pouvoir d'achat¹ et de la contribution des impôts et subventions directs dans le revenu disponible brut également présents dans le pouvoir d'achat²) et ceux provenant du marché du travail (par le taux de chômage). Sous ces hypothèses, les variables financières contribuent pour +3,1 points à l'écart de +5,2 points entre les évolutions des consommations britanniques et françaises de mi-2013 à fin 2015, la politique budgétaire contribue pour +0,5 point et le marché du travail contribue pour +1,4 point. En tenant compte du poids de la consommation dans le PIB, leurs contributions par le canal de la consommation des ménages à l'écart entre les évolutions du PIB britannique et français sont donc respectivement de +1,5 point, de +0,3 point et de +1,4 point.

L'investissement des ménages contribue pour +1,6 point à l'écart de croissance entre les deux pays. Grâce aux équations retenues (annexe), les effets peuvent être séparés entre le contexte monétaire et financier (dû aux prix des actifs et aux taux d'intérêt), la politique budgétaire (à travers le pouvoir d'achat, comme dans l'équation de consommation) et le marché du travail (par l'emploi salarié total). Il en ressort que le contexte financier a contribué

pour +16 points à l'écart de 35 points entre les évolutions d'investissement des ménages français et britanniques entre mi-2013 et fin 2015, la politique budgétaire n'a presque pas contribué, et l'emploi a contribué pour +6 points. La contribution de la politique de la BoE par le canal de l'investissement des ménages à l'écart entre les évolutions du PIB britannique et français est donc d'environ +0,7 point, celle du marché du travail est de +0,3 point.

Le commerce extérieur et l'investissement des entreprises contribuant moins à l'écart de variation du PIB entre les deux pays, aucune décomposition plus précise de ces grandeurs n'a été réalisée. Pourtant les politiques budgétaires, le contexte financier et le marché de l'emploi peuvent avoir des conséquences importantes sur ces grandeurs, à la fois de manière directe et indirecte. L'investissement des entreprises a pu être stimulé par la politique monétaire : une baisse des taux d'intérêt et une hausse du prix des actifs peuvent avoir des effets sur l'investissement des entreprises en facilitant son financement, et par des effets de richesse (Hauseux *et al.*, 2015). En France, Hauseux *et al.* montrent qu'une hausse des prix de l'immobilier soutiendrait l'investissement en bâtiments non résidentiels mais n'aurait pas d'effet sur les investissements en actifs productifs. Par ailleurs, une baisse des taux d'intérêt entraînerait une diminution du coût d'usage du capital, ce qui permettrait une progression des dépenses d'investissement. Au Royaume-Uni, Reuschke et MacLennan (2014) montrent que les prix de l'immobilier ont un effet sur l'investissement des petites entreprises. D'autres études mettent en évidence un lien entre le prix de l'immobilier et la création d'entreprises (Adelino *et al.*, 2013) grâce au canal du collatéral. La politique budgétaire a aussi pu influencer les dépenses d'investissement des entreprises en agissant directement sur leur taux de marge. Des réformes comme le CICE ou la mesure de suramortissement en France peuvent stimuler l'investissement des entreprises. La politique monétaire peut aussi avoir des conséquences sur le commerce extérieur en influençant le taux de change. De même, les exportations peuvent être favorisées par une politique budgétaire qui améliore la compétitivité des entreprises. De manière indirecte, le soutien de ces facteurs à la demande intérieure a certainement stimulé les importations britanniques, ce qui a contribué négativement à l'écart de croissance entre les deux pays. Dans ce dossier, les composantes ont été analysées directement et isolément, il n'y a pas de modèle permettant de « boucler » l'impact des différentes composantes sur les autres, notamment de la demande sur l'investissement et les importations. ■

1. En modifiant les évolutions du déflateur de la consommation (composante du pouvoir d'achat) dans l'équation de consommation à l'aide de l'IPCH à taxation constante, on calcule la contribution des impôts indirects à partir du simulé de l'équation d'origine et du nouveau simulé obtenu.

2. En modifiant les évolutions du revenu disponible brut (composante du pouvoir d'achat) dans l'équation de consommation pour qu'il suive les évolutions d'un revenu disponible brut hors mesure sur les impôts et subventions (RDB_hm) :

$$\Delta RDB_hm/RDB_hm = \Delta RDB/RDB$$

$$-(tx_croissance_impôts-tx_croissance_spontanée_impôts)*impôts/RDB$$

$$-(tx_croissance_prestations_réelles)*prestations/RDB$$

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

D'abord, les évolutions du marché du travail et leurs mécanismes de transmission aux comportements des ménages expliquent +1,7 point de l'écart de croissance (*tableau 3*). En effet, alors que le pouvoir d'achat réel a progressé à des rythmes similaires dans les deux pays, le fonctionnement spécifique du marché du travail britannique a généré une forte progression de l'emploi, au détriment des salaires. La baisse du chômage britannique a permis au taux d'épargne de retrouver son niveau moyen d'avant-crise, ce qui a bénéficié à la consommation des ménages. Ensuite, les différences de contexte financier (prix des actifs, taux d'intérêt) et surtout de canaux de transmission beaucoup plus puissants au Royaume-Uni (effets de richesse) expliqueraient +2,2 points du différentiel. Enfin la politique budgétaire a été beaucoup plus accommodante au Royaume-Uni qu'en France depuis 2010, ce qui aurait contribué à hauteur de +1,1 point de PIB au différentiel de croissance depuis mi-2013, essentiellement via l'investissement public.

À hausse comparable du pouvoir d'achat, l'emploi a été bien plus dynamique au Royaume-Uni depuis mi-2013

Le pouvoir d'achat progresse de façon comparable depuis mi-2013

Alors que le pouvoir d'achat était nettement plus dynamique au Royaume-Uni au début de la décennie 2000, il s'est contracté lors de la crise, tandis qu'il a simplement ralenti en France (*tableau 4*). Depuis mi-2013, le pouvoir d'achat augmente sur un rythme comparable de part et d'autre de la Manche (+4,4 % au Royaume-Uni contre +3,3 % en France). Il progresse même un peu plus vite côté britannique si l'on considère la seule masse salariale en termes réels (+5,4 % contre +4,0 %), même si celle-ci n'a pas encore rattrapé son niveau d'avant-crise.

Cependant, le partage emploi-salaire est très différent entre les deux pays : depuis mi-2013, l'emploi a fortement accéléré au Royaume-Uni tandis que les salaires ont été bien plus dynamiques en France.

Tableau 3 - Récapitulatif des contributions à l'écart de croissance

Contribution à la croissance du PIB britannique - Contribution à la croissance du PIB français	Contribution à l'écart de croissance entre le Royaume-Uni et la France depuis mi-2013 via :				Total
	Consommation des ménages	Investissement des ménages	Consommation et investissement publics	Autres postes de la demande	
Politiques budgétaires	0,3	0,0	0,8	-	1,1
Contexte monétaire et financier	1,5	0,7	-	-	2,2
Marché du travail	1,4	0,3	-	-	1,7
Contribution à l'écart observé	3,2	1,0	0,8	-	5,0
Autres facteurs	0,2	0,6	-0,3	-0,6	-0,1
Contribution totale	3,4	1,6	0,5	-0,6	4,9

Sources : Insee, ONS

Tableau 4 - Évolution de l'emploi, des salaires par tête et du pouvoir d'achat en France et au Royaume-Uni

Périodes	France (1)				Royaume-Uni (2)				Écart ((2)-(1))			
	T2 2008- T4 2015	T2 2008- T3 2009	T4 2009- T2 2013	T3 2013- T4 2015	T2 2008- T4 2015	T2 2008- T3 2009	T4 2009- T2 2013	T3 2013- T4 2015	T2 2008- T4 2015	T2 2008- T3 2009	T4 2009- T2 2013	T3 2013- T4 2015
Emploi total	0,9	-1,4	1,3	1,0	5,8	-2,1	3,0	5,0	5,0	-0,7	1,7	4,0
SMPT réel *	9,2	3,8	2,0	3,1	-5,6	0,0	-6,5	1,0	-14,7	-3,8	-8,5	-2,1
Masse salariale réelle *	8,5	2,1	2,3	4,0	-2,0	-2,3	-4,8	5,4	-10,5	-4,4	-7,1	1,4
Pouvoir d'achat *	5,1	1,6	0,1	3,3	5,3	2,0	-1,1	4,4	0,2	0,4	-1,1	1,1
Prix	4,1	-1,3	5,6	-0,2	19,1	3,7	12,4	2,2	15,0	4,9	6,8	2,4

* prévisions Insee pour le quatrième trimestre 2015.

Sources : Insee, ONS

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

Au Royaume-Uni, l'emploi s'est nettement redressé

Depuis mi-2013, la dynamique de l'emploi diverge nettement entre les deux pays (*encadré 2*) : l'emploi britannique a bondi (+5,0 %) tandis qu'il a légèrement progressé en France (+1,0 %). Aussi, l'emploi total a largement dépassé son niveau d'avant-crise au Royaume-Uni (+5,8 %), alors qu'il n'est que légèrement supérieur en France (+0,9 %). Pourtant, de 2000 à 2012, la trajectoire de l'emploi a été à peu près comparable dans les deux pays. De 2000 à fin 2007, l'emploi y a augmenté : environ +8 % au Royaume-Uni et +6 % en France. Puis lors de la crise de 2008, l'emploi a un peu plus baissé au Royaume-Uni, mais la reprise de 2011 y a également été plus forte (*graphique 6*).

Le chômage a fortement baissé au Royaume-Uni

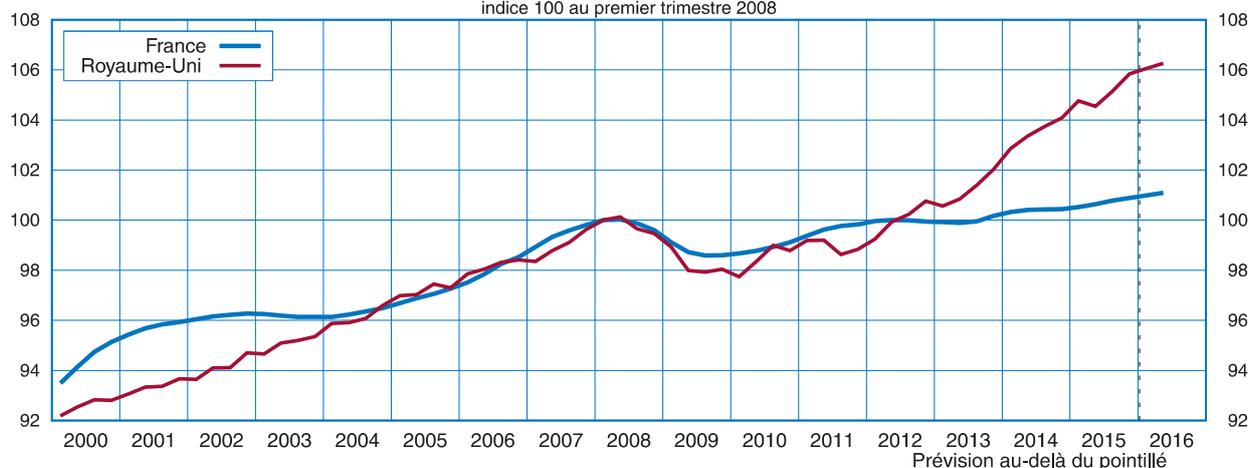
Ces évolutions de l'emploi se répercutent sur le chômage. La crise a entraîné une hausse plus importante du chômage au Royaume-Uni (*graphique 7*) : le taux de chômage s'est accru de 2,8 points entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2010 contre 2,2 points en France. Entre 2010 et fin 2011, il a continué d'augmenter au Royaume-Uni (+0,4 point), alors qu'en France, il a été quasi stable (+0,1 point). Depuis 2011, il a chuté au Royaume-Uni (-3,3 points), tandis qu'il a augmenté en France (+0,9 point entre le dernier trimestre 2011 et fin 2015).

Les salaires réels ont été bien plus dynamiques en France

Le dynamisme de l'emploi britannique a pour contrepartie le repli des salaires par tête. Au quatrième trimestre 2015, les salaires par tête réels sont encore nettement inférieurs au Royaume-Uni à leur niveau d'avant-crise : -5,6 % contre +9,2 % en France. Ils se sont très nettement affaiblis, notamment entre fin 2009 et mi-2013, lorsque les salaires nominaux progressaient bien moins vite que les prix ; mais même depuis mi-2013, les salaires réels sont restés moins dynamiques au Royaume-Uni (+1,0 %) qu'en France (+3,1 %) en dépit du fort regain de l'activité outre-Manche.

6 - Emploi total

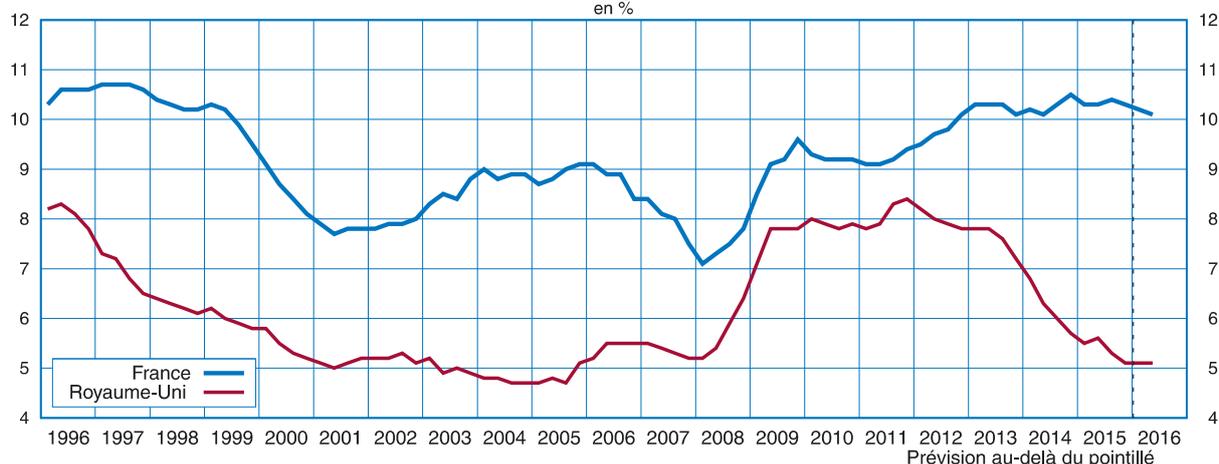
indice 100 au premier trimestre 2008



Sources : Insee, ONS

7 - Taux de chômage au sens du BIT

en %



Sources : Insee, ONS

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

Encadré 2 - Des marchés du travail différents entre la France et le Royaume-Uni

La reprise de l'emploi au Royaume-Uni s'est accompagnée d'un recul de la productivité

Le dynamisme de l'emploi au Royaume-Uni a été nettement plus fort relativement à la valeur ajoutée depuis 2008, et ce dans l'ensemble des secteurs de l'économie (Jess *et al.*, 2013). La productivité moyenne par tête a ralenti de façon beaucoup plus marquée qu'en France (*graphique 1*). Ainsi, au quatrième trimestre 2015, la productivité française est 1,7 % supérieure à celle d'avant-crise, alors qu'au Royaume-Uni elle ne l'est que de 0,9 %. Cet écart est amplifié si l'on tient compte de la tendance des gains de productivité avant la crise : elle était plus importante au Royaume-Uni entre 2000 et 2007, donc l'écart par rapport à la tendance est de 12 % au Royaume-Uni contre 7 % en France.

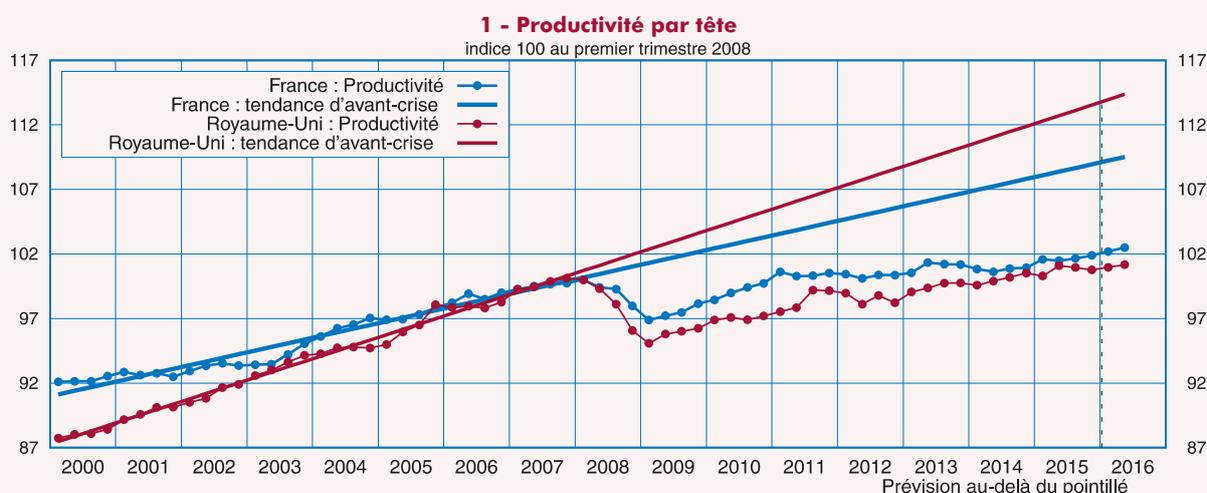
Cette différence résulte à la fois de la flexibilité du marché du travail britannique et de mesures conjoncturelles menées pour l'emploi

Les ressorts du dynamisme de l'emploi au Royaume-Uni sont l'objet de nombreuses études (voir notamment Jess *et al.*, 2013 et COE, 2015). Elles montrent en quoi les résultats obtenus par le Royaume-Uni en matière d'emploi sont imputables d'abord au contexte de réformes structurelles menées avant la crise visant à déréguler le marché du travail, à réduire les cotisations sociales pour les employeurs et incitant à la reprise rapide d'emploi (mesure d'« activation » des chômeurs dans le cadre du programme « *welfare to work* » notamment en baissant les montants et les durées d'indemnisation des chômeurs).

Elles proviennent également d'un certain nombre de mesures conjoncturelles en faveur de l'emploi au début de la crise : primes

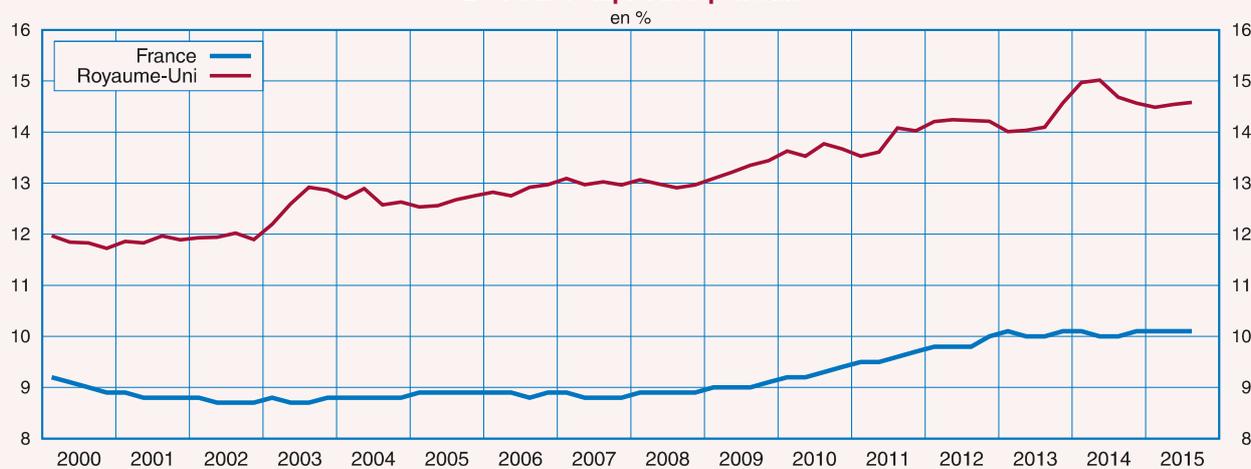
à l'embauche pour les entreprises embauchant un chômeur de longue durée, mesures ciblées pour les chômeurs sans expérience, pour les jeunes, augmentation du nombre de formations, accroissement des effectifs du service public de l'emploi, puis lancement du « *Work programme* » destiné à impliquer davantage les opérateurs privés rémunérés dans le suivi des chômeurs. Depuis 2011, les réformes ont porté sur le droit du travail (simplification des procédures de licenciement, création du statut de travailleur actionnaire) et l'élargissement du marché du travail (poursuite de la politique de ciblage chez les jeunes, suppression de l'âge de départ obligatoire à la retraite et report progressif de l'âge légal, mesures de prises en charge par l'État des frais liés à la garde des enfants en bas âge).

La hausse de l'emploi indépendant au Royaume-Uni est un facteur potentiel de son dynamisme relatif. Pourtant, relativement à l'emploi total, la tendance à la hausse de l'emploi indépendant est comparable en France et au Royaume-Uni (*graphique 2*). De la même manière, si la proportion de salariés à temps partiel est nettement plus importante au Royaume-Uni (26,9 % en 2014) qu'en France (11,8 % en 2014), son évolution ne permet pas en soi d'expliquer l'écart de dynamisme de l'emploi entre les deux pays. En revanche, le recours aux contrats « zéro heure » (qui n'offrent aucune garantie au salarié en termes de nombre minimal d'heures travaillées) s'est fortement accru au cours des quatre dernières années, passant de 250 000 titulaires en 2012 à 580 000 en 2013 puis 740 000 en 2015 (correspondant à environ 1,5 million de contrats). Cet accroissement reflète une organisation du travail rendue de plus en plus flexible, sur des contrats de durée moyenne réduite. ■



Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

2 - Taux d'emploi indépendant



Sources : Insee, ONS

Le dynamisme de l'emploi et la baisse du chômage qui en résulte au Royaume-Uni expliquent 1,7 point de l'écart de croissance entre les deux pays

La reprise exceptionnelle de l'emploi britannique, notamment salarié, alors que la masse salariale réelle a évolué sur un rythme très comparable à la France, a soutenu la consommation, à travers la réduction de l'épargne de précaution liée à la baisse du chômage, et l'investissement des ménages. Au total, cet effet a contribué à hauteur de +1,7 point à l'écart de croissance sur les deux dernières années (tableau 3, encadré 1).

Un environnement monétaire et financier plus favorable et des canaux de transmission plus puissants au Royaume-Uni

La Banque d'Angleterre (BoE) et la Banque centrale européenne (BCE) ont soutenu le système financier et l'activité économique en lançant des politiques monétaires plus souples depuis 2008, la BoE ayant mené une politique plus accommodante que la BCE et l'a fait plus tôt. Si la baisse des taux d'intérêt qui s'en est suivie a été comparable depuis mi-2013, l'efficacité des canaux de transmission de cette politique a contribué à la plus ample reprise britannique, relativement à la croissance française, via notamment une plus forte hausse du prix des actifs et des effets de richesse associés.

Les taux directeurs des banques centrales sont au plus bas, avec une inflation faible

La BoE comme la BCE ont abaissé leurs taux directeurs (graphique 8). Entre janvier 2008 et juin 2009, le taux directeur de la BoE est ainsi passé de +5,5 % à +0,5 %, il est resté à ce niveau jusqu'à présent. Le taux directeur de la BCE a moins baissé durant la crise (de +4,0 % à +1,0 %) puis il a diminué continûment, et a atteint un niveau historiquement bas (+0,05 %) depuis septembre 2014. Ces politiques monétaires expansionnistes n'ont pas entraîné de regain d'inflation, en partie du fait de la baisse concomitante des prix des matières premières : depuis début 2015, l'inflation est quasiment nulle en France comme au Royaume-Uni.

La BoE et la BCE ont toutes deux mis en œuvre des politiques non conventionnelles, mais d'une ampleur supérieure au Royaume-Uni

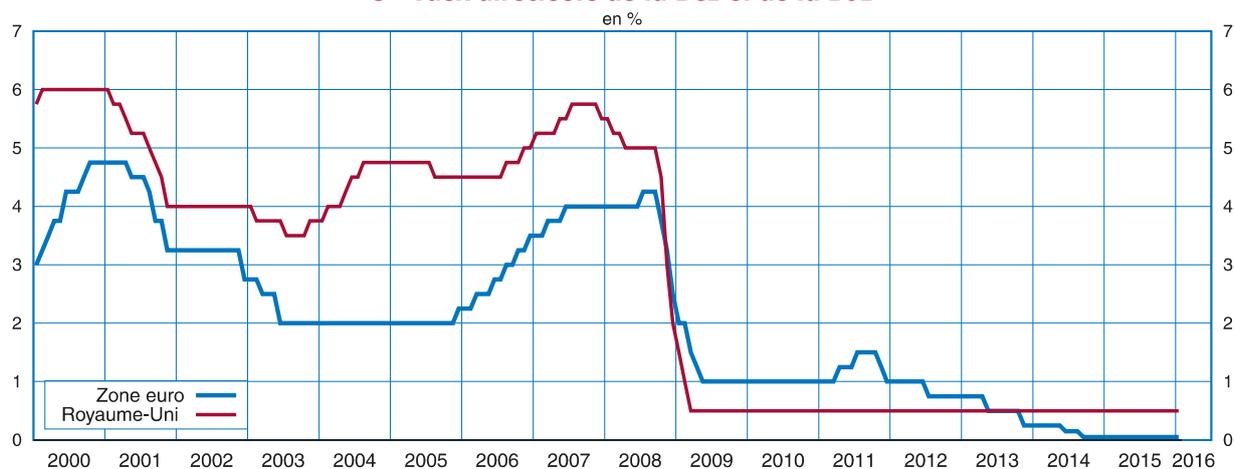
Les taux directeurs étant déjà au plus bas et l'inflation maîtrisée, la BCE et la BoE ont mis en place des politiques dites « non conventionnelles » pour réduire davantage les taux d'intérêt de long terme. Ainsi, les deux banques centrales communiquent sur la trajectoire future de leur taux directeur pour guider les anticipations des agents (« forward guidance ») : la BoE a relié explicitement le niveau de son taux directeur au taux de chômage ; le gouverneur de la BCE a déclaré en juillet 2013 que les taux resteraient au même niveau ou baisseraient pour une période de temps prolongée.

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

En parallèle d'une « *forward guidance* », la BoE et la BCE ont mené des politiques non conventionnelles à base de rachat de titres conduisant à augmenter considérablement leur bilan dès 2008 (*graphique 9*). Les actifs de la BoE ont été multipliés par près de trois entre août et octobre 2008, quand ceux de la BCE n'ont augmenté que de 40 %. En 2011, une nouvelle vague a été mise en place par les deux banques, la BCE a augmenté de 60 % le total de ses actifs entre juillet 2011 et juillet 2012, la BoE a réhaussé de 68 % ses actifs entre septembre 2011 et novembre 2012. Le bilan de la BoE est ensuite resté stable alors que celui de la BCE a baissé d'un tiers entre septembre 2012 et septembre 2014, avant de croître à nouveau nettement (+35 % entre septembre 2014 et décembre 2015) avec notamment la mesure d'« assouplissement quantitatif » (ou « *quantitative easing* », QE) annoncée en janvier 2015.

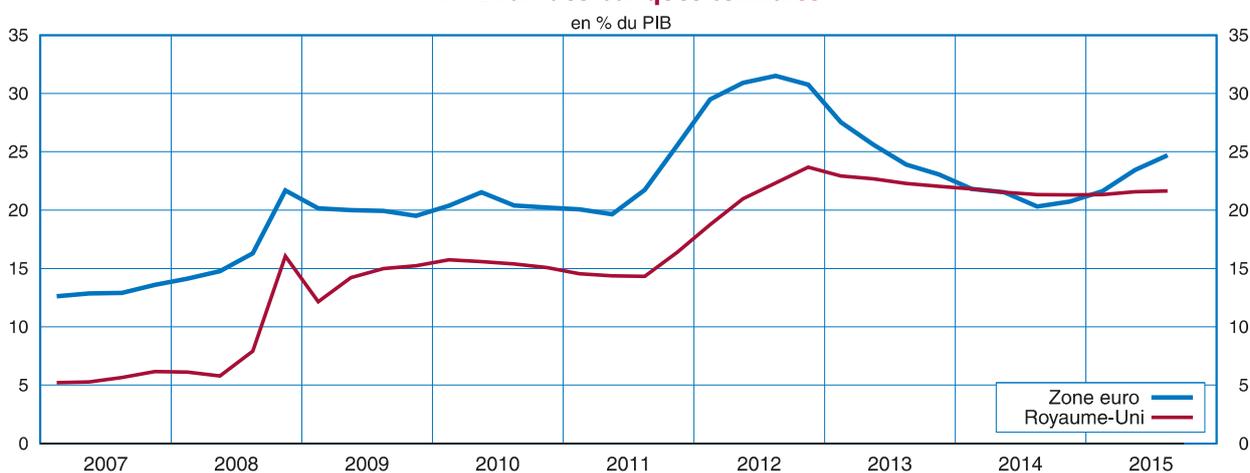
Cet assouplissement quantitatif s'est fait en parallèle d'un assouplissement qualitatif puisque la composition des actifs aux bilans des banques centrales a changé depuis la crise. Compte tenu d'un financement sur le marché obligataire plus développé au Royaume-Uni qu'en France où les entreprises se financent davantage auprès des banques, le QE de la BoE s'est orienté très vite vers l'achat direct de titres obligataires et quasi exclusivement vers des titres de dette publique. De son côté la BCE a préféré d'abord alimenter la liquidité bancaire et elle a étendu son programme d'achats à la dette publique bien plus tardivement que la BoE, en mars 2015 (Fawley et Neely, 2015 et Héam *et al.*, 2015).

8 - Taux directeurs de la BCE et de la BoE



Sources : Banque centrale européenne, Banque d'Angleterre

9 - Bilan des banques centrales



Sources : BCE, BoE, Insee, ONS

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

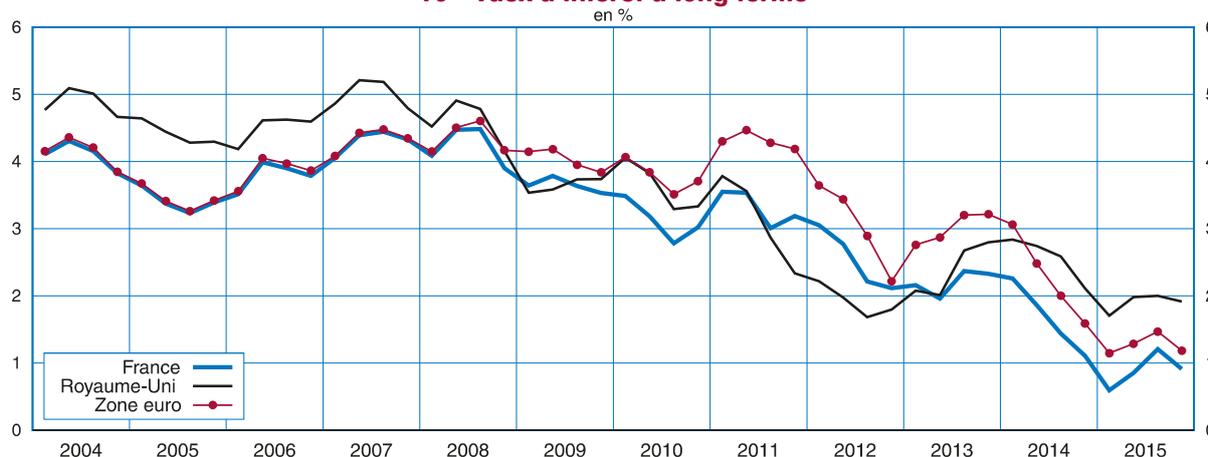
Les taux d'intérêt sont au plus bas dans les deux pays

L'ensemble de ces outils monétaires a permis aux taux d'intérêt de long terme publics et privés de diminuer continûment depuis 2008 et d'atteindre des niveaux historiquement bas (*graphique 10*). En théorie, une baisse des taux d'intérêt de long terme a des effets sur la demande des agents. En baissant le coût du capital, elle stimule l'investissement. L'effet direct sur la consommation est plus ambigu : l'effet de revenu est négatif du fait d'une baisse des revenus de l'épargne mais l'effet de substitution est positif puisque les ménages sont incités à consommer davantage au détriment d'une épargne dont le rendement est plus faible. Globalement, la baisse des taux étant relativement proche entre les deux pays, les taux d'intérêt ne contribuent quasiment pas à l'écart de croissance constaté entre 2013 et 2015.

Depuis mi-2013, les crédits accordés aux ménages britanniques sont très dynamiques

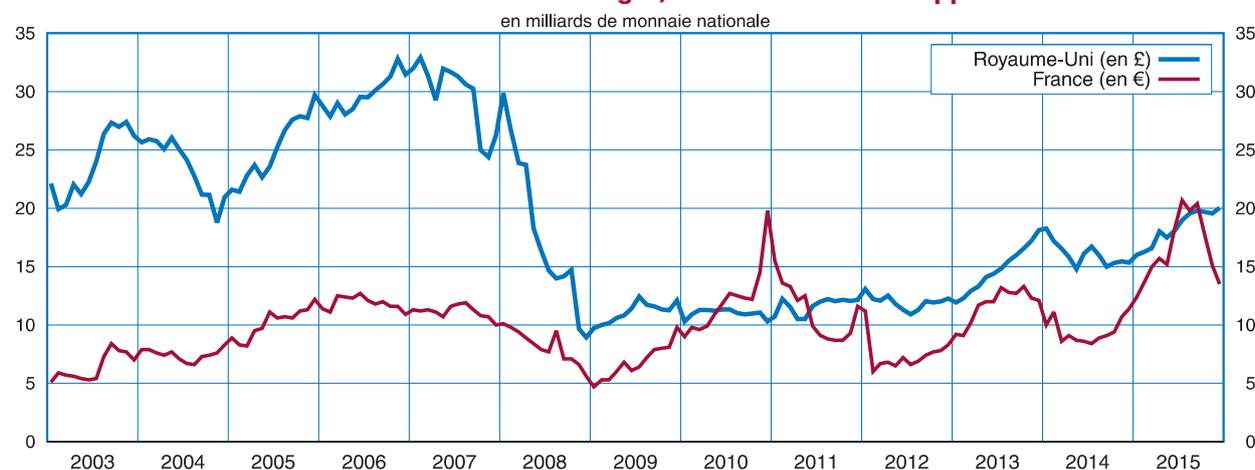
Les flux de crédits accordés aux ménages ont évolué de façon différente en France et au Royaume-Uni (*graphique 11*), malgré le profil similaire des taux d'intérêt. En France, les flux de crédit aux ménages oscillent autour d'un même niveau depuis les années 2000 (environ 10 milliards d'euros par mois de crédits à l'habitat des ménages approuvés). Sur la période récente, ils ont fortement augmenté du fait de nombreuses renégociations de crédit suscitées par le très bas niveau des taux d'intérêt, cette hausse des flux n'a donc pas entraîné une augmentation des stocks. Au Royaume-Uni, ils ont fortement reculé lors de la grande récession, puis sont restés quasi stables jusqu'à fin 2012 ; ils sont ensuite vivement repartis (+ 70 % entre début 2013 et fin 2015).

10 - Taux d'intérêt à long terme



Source : OCDE

11 - Crédits à l'habitat des ménages, montants mensuels approuvés



Sources : Banque de France, BoE

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

Cette hausse n'est pas uniquement liée au niveau bas des taux d'intérêt mais aussi à la hausse des prix des actifs et à des mesures mises en place pour favoriser le crédit des ménages. Notamment, le programme *Help to Buy* est entré en vigueur au Royaume-Uni au 1^{er} avril 2013 et vise à faciliter l'achat de biens immobiliers neufs par les ménages : tous les ménages ayant un capital représentant au minimum 5 % de la valeur du bien immobilier escompté (devant être inférieur à 600 000 livres) peuvent se voir proposer un prêt égal à 20 % de la valeur du bien par l'État. Ce prêt est gratuit les cinq premières années et facilite l'obtention d'un prêt auprès d'un institut privé pour le reste de la valeur de l'achat. En 2014, environ 30 000 opérations ont été financées. Par la suite le dispositif a été étendu, en particulier en fournissant des garanties d'État pour les prêts immobiliers.

En France, depuis 1995, il est possible de bénéficier d'un prêt à taux zéro (PTZ) pour financer, sous condition de ressources, une partie de l'achat d'une première résidence principale. Les conditions d'accès au PTZ (fonction des ressources des acquéreurs et de la zone géographique), le type de logement pour lequel l'aide est possible (neuf, ancien avec travaux importants, respectant des normes écologiques...) ainsi que le montant du prêt ont évolué régulièrement depuis sa création. En particulier, en 2011, le PTZ+ est entré en vigueur : en supprimant les conditions de ressources, le nombre de bénéficiaires a fortement augmenté (plus de 300 000 opérations financées).

Ensuite, alors qu'au Royaume-Uni le dispositif d'aide au financement s'étendait, il s'est restreint en France. En 2012, les conditions d'octroi du PTZ+ se sont resserrées, et le nombre de bénéficiaires a diminué (130 000 opérations financées) : le PTZ+ est octroyé sous conditions de ressources et uniquement pour des logements neufs (ou anciens avec des travaux importants). En janvier 2013, les conditions d'accès se sont davantage restreintes : les logements devaient respecter des normes de performance énergétique, et les plafonds de ressources ont été abaissés (60 000 opérations financées). Le dispositif s'est recentré davantage en 2014 pour aider les primo-accédants dans des zones en moins forte pénurie de foncier. En revanche, depuis janvier 2016, le dispositif est à nouveau étendu : les montants des prêts et les plafonds de ressources sont augmentés. Dans sa dernière version, comme avec le programme *Help to Buy*, le prêt est gratuit les cinq premières années, il représente au plus 40 % du coût de l'opération (coût de la construction ou de l'achat et honoraires de négociation), coût plafonné en fonction de la zone et du nombre de personnes destinées à occuper le logement. Ainsi, les deux dispositifs sont comparables, mais entre 2013 et 2015, période durant laquelle l'écart de conjoncture entre la France et le Royaume-Uni s'est creusé, le dispositif britannique d'aide au financement est monté en puissance alors que le dispositif français a été réduit.

Les prix des actifs financiers et non financiers ont fortement augmenté au Royaume-Uni

Les politiques monétaires peuvent avoir un effet direct sur le prix des actifs et *via* le canal du crédit. D'une part, des achats massifs d'actifs lors d'une politique d'assouplissement qualitatif entraînent une hausse de la demande de ces actifs, donc leur prix augmente. D'autre part, une baisse des taux d'intérêt des crédits peut entraîner une élévation des capacités d'emprunt, ce qui aboutit à une hausse de leur demande et une hausse des prix des actifs.

Les prix des actifs financiers et non financiers ont dépassé leur niveau d'avant-crise au Royaume-Uni depuis plusieurs trimestres, alors qu'en France, leur remontée est plus récente.

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

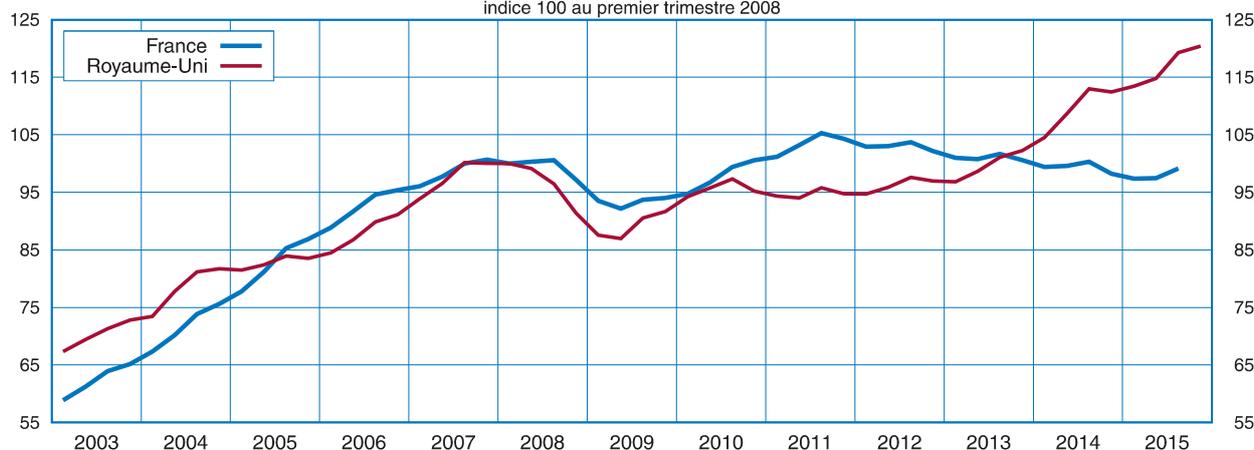
Au Royaume-Uni, depuis 2013, les flux de crédits immobiliers sont particulièrement vigoureux et l'inflation immobilière est plus forte (graphique 12). Les prix de l'immobilier ont même dépassé les niveaux d'avant-crise depuis mi-2013. Au contraire, en France, les prix immobiliers étaient assez dynamiques avant 2009 (entre 2004 et 2008, les prix ont augmenté en moyenne de 2,0 % par trimestre), mais depuis 2011, les prix ont baissé (-7,4 % entre le troisième trimestre 2011 et le deuxième trimestre 2015) et ne se sont légèrement redressés qu'au troisième trimestre 2015.

Concernant le prix des actifs financiers, les différences sont apparues depuis la crise de 2008 (graphique 13). En effet, si les indices boursiers français (CAC 40) et britannique (FTSE 100) ont évolué à des rythmes proches avant 2008, le FTSE 100 est reparti plus tôt, dès 2009, et a atteint un record historique en mai 2015 ; alors que le CAC 40, malgré une amélioration depuis 2015, est encore inférieur de 20 % à son pic de mai 2007.

Les effets de richesse immobilière sur la consommation des ménages sont plus forts au Royaume-Uni qu'en France

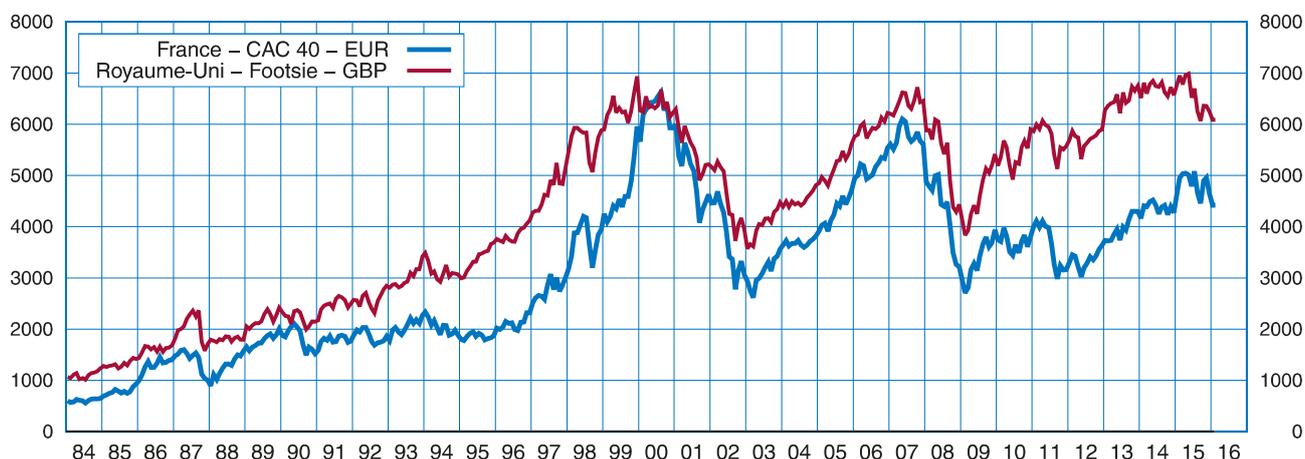
La structure du patrimoine des ménages n'est pas similaire en France et au Royaume-Uni, principalement du fait des différents systèmes de retraite : en 2014, 69 % de la valeur nette du patrimoine des ménages français est constituée d'actifs non financiers (pour l'essentiel des actifs de la construction et des terrains) contre 55 % au Royaume-Uni. Le système par capitalisation en vigueur outre-Manche augmente mécaniquement les actifs financiers détenus par les ménages, et réduit la part de la richesse immobilière. Toutefois, les parts des logements (y compris terrains) dans la richesse nette du passif et des systèmes d'assurance sont du même ordre dans les deux pays (environ 80 % en 2014).

12 - Prix de l'immobilier
indice 100 au premier trimestre 2008



Sources : Insee, ONS

13 - Indices boursiers



Sources : FTSE, NYSE Euronext

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

Les parts de propriétaires en France (65,1 %) et au Royaume-Uni (64,8 %) sont proches en 2014, et élevées relativement aux autres pays européens. Ainsi, la structure du patrimoine des ménages en France comme au Royaume-Uni peut favoriser des effets de richesse : taux de propriétaires élevé et part importante de la richesse immobilière.

Cependant, la part des crédits dans l'actif total net du passif et des systèmes d'assurance est bien plus faible en France (14 % en 2014) qu'au Royaume-Uni (26 %). Les ménages sont beaucoup plus endettés outre-Manche : au Royaume-Uni, leur endettement représente 127 % de leur revenu disponible en 2014 tandis qu'en France le taux d'endettement est de 86 %. De plus, les crédits accordés au Royaume-Uni sont plus propices aux effets de richesse puisqu'ils sont souvent réalisés avec un bien immobilier en collatéral, y compris pour des crédits à la consommation (*encadré 3*). Ainsi, de nombreuses études ont conclu que le développement du crédit outre-Manche a favorisé la consommation des ménages, et que les effets de richesse immobilière sur la consommation des ménages sont forts au Royaume-Uni et faibles ou inexistantes en France (Chauvin et Damette, 2010 et Aviat *et al.*, 2007). Slacalek (2009) a également évalué les effets de richesse financière dans les deux pays : il conclut que ceux-ci sont deux fois plus importants outre-Manche, mais moindres comparés aux effets de richesse immobilière au Royaume-Uni. En France, Chauvin et Damette (2010) et Slacalek (2009) concluent que les effets financiers dominent les effets immobiliers. La modélisation de la consommation des ménages présentée dans ce dossier ne permet pas de faire ressortir des effets de richesse financière en France, mais au Royaume-Uni, elle a un effet sur le long terme du même ordre que celui de la richesse immobilière (*annexe*).

Au total, le contexte financier, principalement à travers les prix des actifs, explique +2,2 points de l'écart de croissance depuis 2 ans

Au total, de mi-2013 à fin 2015, le contexte financier et ses canaux de transmission contribuent à hauteur de +2,2 points à l'écart de croissance total : +1,5 point de PIB via la consommation des ménages et +0,7 point de PIB via leur investissement en logement, surtout à travers les prix des actifs et notamment grâce à des effets de richesse (*annexe*).

Encadré 3 - La croissance des prix de l'immobilier peut avoir des effets sur les dépenses des ménages et des entreprises

Trois mécanismes relient directement l'activité économique aux prix des actifs (Boone *et al.*, 1998) :

- le coût du capital est fonction décroissante du prix des actifs : une hausse du prix des actifs entraîne une baisse du coût du capital et stimule les investissements,

- le canal du crédit dépend du prix des actifs : une hausse du prix des actifs augmente la valeur du collatéral et le nombre de projets profitables en réduisant les risques qui leur sont associés (Hauseux *et al.*, 2015),

- les « effets de richesse » regroupent les différents mécanismes par lesquels la demande d'un agent est fonction croissante de sa

richesse, et donc du prix des actifs ; ils proviennent du comportement de l'agent, qui peut adapter sa consommation ou ses investissements en fonction de sa richesse actuelle et de sa richesse anticipée et dépendent de l'environnement monétaire et financier.

Les comportements des agents ne sont pas identiques concernant les actifs immobiliers et les actifs financiers. En effet, l'utilité qu'apportent les actifs financiers ne dépend que de leur valeur, alors qu'un bien immobilier fournit aussi un service de logement. Comme chacun doit se loger, une hausse des prix de l'immobilier peut entraîner des effets de richesse chez les propriétaires mais au contraire, réduire la consommation des futurs propriétaires et des locataires. L'effet sur la consommation totale peut donc être ambigu. ■

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

Une impulsion budgétaire plus favorable au Royaume-Uni

Le Royaume-Uni et la France ont tous deux un déficit public élevé

Le Royaume-Uni et la France ont un déficit public parmi les plus élevés en Europe : en 2014, il représentait encore 5,7 % du PIB au Royaume-Uni et 3,9 % en France (graphique 14). Comme chez leurs partenaires européens, le déficit de ces deux pays avait fortement augmenté durant la crise avant de s'amoinrir ensuite : au Royaume-Uni, il est passé de 10,6 % du PIB à 4,9 % entre mi-2009 et mi-2013, en France de 8,1 % à 4,1 %. Depuis mi-2013, il s'est moins réduit qu'ailleurs (-0,2 point en France et au Royaume-Uni contre -1,5 point dans l'Union Européenne).

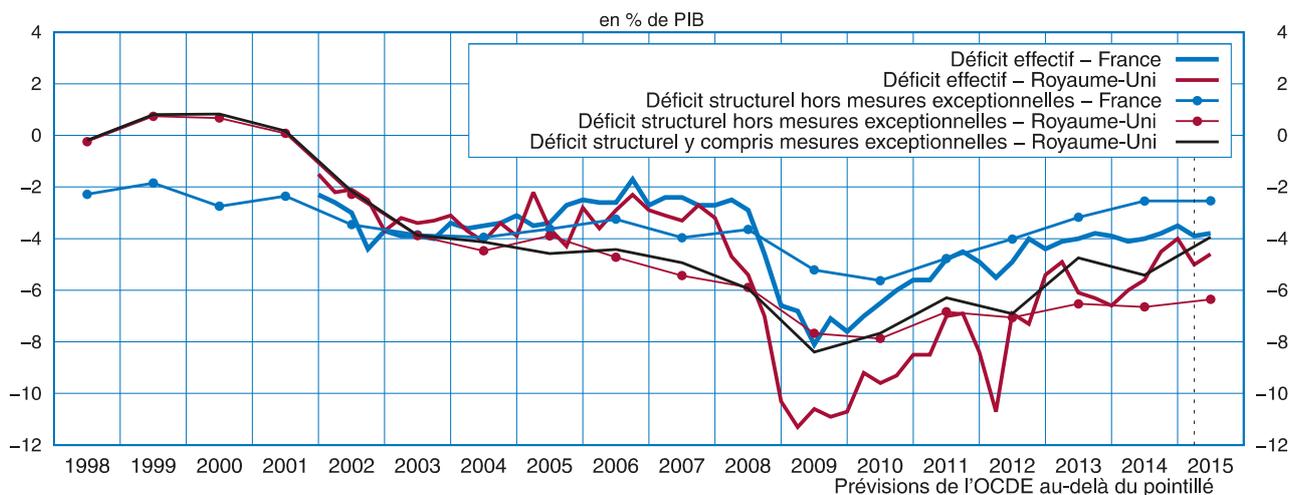
Le poids des dépenses et des recettes publiques est plus élevé en France, essentiellement du fait du système de retraite

Le Royaume-Uni et la France ont une structure de finances publiques comparable, sauf en ce qui concerne le système de retraite : il est par répartition et intégré dans le giron public en France, par capitalisation et hors de la sphère publique dans le cas britannique. En effet, si les dépenses publiques françaises (58 % du PIB en 2014) sont nettement supérieures à celles d'outre-Manche (43 % du PIB en 2014), c'est en grande partie dû à la différence entre les systèmes de retraite. De la même manière, les recettes totales provenant des impôts et cotisations sociales sont proches entre les deux pays : elles représentent, en 2014, 48 % du PIB en France et 36 % du PIB au Royaume-Uni, l'écart provenant principalement des cotisations sociales liées au système de retraite.

Depuis 2010, l'effort budgétaire est deux fois plus marqué en France qu'au Royaume-Uni

Le déficit public dépend fortement du cycle économique : par exemple en période de basse conjoncture, les dépenses liées aux prestations sociales augmentent alors que les recettes liées aux impôts diminuent, ce qui entraîne une hausse du déficit. Pour corriger de ces effets ainsi que de mesures de recettes exceptionnelles, le déficit structurel est en général retenu pour mesurer l'effort budgétaire réalisé par le pays. Cet agrégat ne peut pas être mesuré directement : il est estimé par rapport à une croissance potentielle, qui est elle-même une estimation. Divers organismes, en particulier des instituts internationaux comme le FMI, l'OCDE ou la Commission européenne, réalisent ces estimations avec des méthodes comparables. À cette aune, le déficit public a plus diminué en France qu'au Royaume-Uni. D'après l'OCDE, le déficit structurel hors mesures exceptionnelles en France est passé de 5,5 % du PIB en 2010 à 2,5 % en 2015 soit une amélioration de 3 points (graphique 14) ; au Royaume-Uni, sur la même période il est passé de 7,9 % à 6,6 % soit une amélioration moindre, de 1,3 point.

14 - Déficit effectif et déficit structurel



Notes : - Des mesures budgétaires sont dites exceptionnelles lorsqu'elles permettent de réduire ponctuellement le déficit d'un exercice budgétaire. Depuis 2008, ces mesures ne modifient pas sensiblement le profil du déficit français. En revanche, au Royaume-Uni, plusieurs mesures exceptionnelles ont permis de réduire significativement le déficit : transfert à l'Etat des actifs du régime de retraite de la Poste britannique (Royal Mail) en 2012, vagues de privatisation de Royal Mail depuis 2013 ainsi que le renversement des excédents de trésorerie de la BoE depuis 2013.
- Les données de déficit structurel hors mesures exceptionnelles sont annuelles ; les autres séries sont trimestrielles. Les prévisions de l'OCDE portent sur le déficit structurel en 2015.

Sources : OCDE (déficit structurel), Insee (déficit effectif France), ONS (déficit effectif Royaume-Uni)

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

Les politiques budgétaires expliquent +1,1 point de l'écart de croissance entre les deux pays depuis mi-2013

Depuis la crise, au Royaume-Uni, la réduction du déficit public a davantage porté sur une modération des dépenses – qui ont reculé en part de PIB – et une hausse de la fiscalité indirecte, tandis qu'en France, elle a plutôt consisté en une hausse de la fiscalité directe.

Pour comprendre quelle part de l'écart de croissance depuis mi-2013 peut être expliquée par la différence entre les politiques budgétaires menées par les deux pays, il est nécessaire de distinguer selon les différents postes de demande : les contributions de la consommation publique et de l'investissement public sont directes alors que l'effet des mesures budgétaires sur la consommation et l'investissement des ménages sont indirectes, via leur pouvoir d'achat (*encadré 1*). Au total, la contribution des politiques budgétaires à l'écart de croissance entre les deux pays de mi-2013 à fin 2015 serait de +1,1 point, principalement du fait de l'investissement public, plus dynamique au Royaume-Uni (écart de +0,7 point).

Au premier semestre 2016, le différentiel de conjoncture entre la France et le Royaume-Uni se réduirait

Au premier semestre 2016, l'écart conjoncturel entre la France et le Royaume-Uni s'estomperait. La croissance dans les deux pays serait proche chacun des deux premiers trimestres de 2016, principalement du fait de la consommation des ménages. Cette dernière ralentirait outre-Manche alors qu'elle accélérerait en France.

Outre-Manche, les difficultés de recrutement étant élevées, au plus haut depuis 2005, le taux de chômage se stabiliserait autour de 5,1 %. Le potentiel de recul de l'épargne de précaution serait épuisé et la consommation des ménages ralentirait au Royaume-Uni. Le ralentissement de la consommation pourrait être d'autant plus important si le taux d'épargne remontait plus nettement qu'anticipé ; l'insertion des contrats « zéro heure » semble notamment plus incertaine que les autres emplois, toute montée d'incertitude pourrait aviver l'épargne de précaution. En France, le chômage reculerait légèrement ; les évolutions du taux de chômage ne contribueraient donc plus à l'écart de dynamisme de la consommation des deux pays. Au contraire, la consommation des ménages français accélérerait nettement au premier semestre 2016 : +0,8 % au premier trimestre et +0,4 % au deuxième trimestre, après -0,2 % au quatrième trimestre 2015. Cette vigueur résulterait d'une part de celle du pouvoir d'achat et d'autre part de facteurs temporaires : les dépenses en énergie rebondiraient après un automne particulièrement doux, les dépenses en équipement de logement seraient renforcées par l'anticipation du changement de standard de diffusion télévisuelle début avril, enfin les dépenses en hébergement-restauration se stabiliseraient après leur recul fin 2015.

Le différentiel de conjoncture entre les deux pays se réduirait donc à court terme, surtout du fait de la consommation. Par ailleurs, les efforts pour réduire le déficit public pourraient conduire à ralentir davantage les investissements publics outre-Manche, d'autant plus que le déficit structurel reste bien plus important au Royaume-Uni qu'en France. Au-delà du premier semestre, le durcissement attendu de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre pourrait freiner les prix des actifs et donc les effets de richesse au Royaume-Uni. ■

Bibliographie

- Adelino M., Schoar A., Severino F.** (2013), « House prices, Collateral and Self-Employment », *NBER Working Papers* n° 18868, mars.
- Aviat A., Bricongne J.-C. et Pionnier P.-A.** (2007), « Richesse patrimoniale et consommation : un lien tenu en France, fort aux États-Unis », *Note de conjoncture*, décembre, p. 37-52.
- Boone L., Giorno C. et Richardson P.** (1998), « Stock Market Fluctuations and Consumption Behaviour: Some Recent Evidence », *OECD Economics Department Working Papers* n° 208, OECD Publishing.
- Chauvin V. et Damette O.** (2010), « Effets de richesse : le cas français », *Économie et statistiques*, n° 438-440, p. 111-140.
- Conseil d'Orientation pour l'Emploi (COE, 2015)**, *Les réformes des marchés du travail en Europe*, rapport, 2015.
- Eudeline J.-F., Gorin Y. et Zakartchouk A.** (2013), « En France, l'investissement des entreprises repartira-t-il en 2014 ? », *Note de conjoncture*, décembre, p. 19-39.
- Faure M. E., Soual H. et Kerdrain C.** (2012), « La consommation des ménages dans la crise », *Note de conjoncture*, juin, p. 23-37.
- Fawley B. W. et Neely C. I.** (2013), « Four stories of Quantitative Easing », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, janvier/février, p. 51-88.
- Hauseux Y., Marc B., Audenaert D. et Chevalier C.-M.** (2015), « Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs », *Note de conjoncture*, juin, p. 22-37.
- Héam J.-C., Marc B., Lee R. et Pak M.** (2015), « L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro », *Note de conjoncture*, décembre, p. 41-61.
- Jess N., Pramit J. et Roucher D.** (2013), « À la recherche de la productivité britannique perdue », *Note de conjoncture*, décembre, p. 41-56.
- Reuschke D. et Maclennan D.** (2014), « Housing Assets and Small Business Investment: Exploring Links for Theory and Policy », *Regional Studies*, 48:4, p. 744-757.
- Slacalek J.** (2009), « What drives personal consumption ? The role of housing and financial wealth », *DIW working paper*, n° 647.
- Sutter C., Faubert V. et Monnet E.** (2015), « Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015 », *Note de conjoncture*, juin, p. 39-52.
- Stock J. H. et Watson M. W.** (1993), « A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Integrated Systems », *Econometrica*, vol. 61, n° 4, juillet, p. 783-820.

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

Annexe - Les équations de consommation et d'investissement des ménages

I. Les équations de consommation

Pour comprendre le comportement d'épargne des ménages, la consommation des ménages est souvent simulée par une équation à correction d'erreur qui permet de capter à la fois la tendance de long terme et les ajustements de court terme autour de cette tendance. La modélisation contraint l'élasticité unitaire de la consommation au revenu total dans le long terme. Les déterminants classiques du taux d'épargne sont les richesses, financière et immobilière, qui rendent compte de l'effet de richesse, le taux de chômage et l'inflation.

La consommation des ménages a été modélisée pour la France et le Royaume-Uni en testant plusieurs formes de long terme utilisant les déterminants ci-dessus. Il en ressort dans le cas français que seul le pouvoir d'achat détermine le long terme de l'équation de consommation, ce qui revient à dire que le taux d'épargne est stationnaire sur la période d'estimation. En particulier, aucun effet de richesse dans le long terme, ni d'effet du taux de chômage n'ont pu ressortir de manière significative (Faure *et al.*, 2012).

Au contraire, au Royaume-Uni, ces deux grandeurs contribuent aux évolutions de la cible de long terme du taux d'épargne. Depuis la crise de 2008, ils contribuent souvent davantage aux évolutions de la consommation des ménages britanniques que le pouvoir d'achat : ils expliquent plus de la moitié du dynamisme de la consommation entre mi-2013 et fin 2015 quand le pouvoir d'achat contribue pour un peu plus d'un quart.

Équation de consommation des ménages en France

$$\Delta c_t = 2,12 - 0,16(c_{t-1} - y_{t-1}) + 0,01I_{95T1-T3} + 0,01I_{96T1-T4} - 0,01I_{93T1} - 0,01I_{2011T2} + 0,12\Delta_4 y_t^{HI} - 0,004\Delta u_t + 0,05\Delta r_t + 0,003\Delta OAT_t + 0,00003 DJJ_t$$

(3,72) (3,72) (6,20) (5,79) (4,21) (4,22) (4,50) (2,90) (2,07) (3,06) (2,14)

Période d'estimation 1990T1-2014T4

R² ajusté = 0,68

Student entre parenthèses

Équation de consommation des ménages au Royaume-Uni

$$\Delta c_t = 0,22 - 0,10(c_{t-1} - y_{t-1} - 0,11r_{t-1} - 0,14rf_{t-1} - 0,01u_{t-1}) + 0,20\Delta y_t - 0,01\Delta u_t + 0,07\Delta r_t - 0,01I_{2009T2-2010T1}$$

(3,51) (3,44) (5,05) (4,11) (2,86) (3,34)

Période d'estimation 1990T1-2014T4

R² ajusté = 0,51

Estimation en deux étapes avec DOLS (dynamic ordinary least squares, ou moindres carrés ordinaires dynamiques) dans le long terme (Stock et Watson, 1993)

Où :

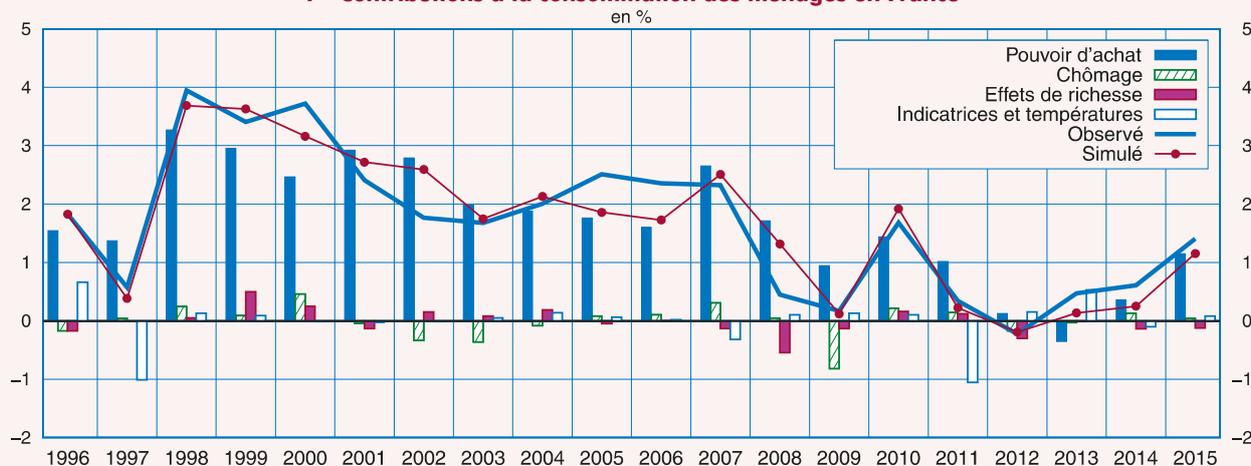
- c_t est le logarithme de la consommation des ménages aux prix de l'année précédente chaînés,
- y_t le logarithme du revenu disponible brut déflaté par le prix de la consommation des ménages,
- y_t^{HI} le logarithme du revenu disponible brut hors impôts déflaté par le prix de la consommation des ménages,
- r_t le logarithme de la richesse immobilière des ménages (définie comme l'ensemble des actifs logements y compris terrains supportant des bâtiments) divisée par le revenu disponible brut,
- rf_t le logarithme de la richesse financière des ménages divisée par le revenu disponible brut,
- u_t le taux de chômage au sens du BIT en %,
- DJJ_t l'indicateur de degrés jours unifiés¹,
- OAT_t le taux d'intérêt réel des obligations d'État à 10 ans en %,
- et I_X une indicatrice pour la date X (les indicatrices représentent des mesures de politiques spécifiques destinées à la consommation, notamment d'automobiles : primes à la casse en 2009 au Royaume-Uni, en 1993, 1995, 1996 et 2011 en France).

Les variables entrant dans les équations de long terme sont toutes intégrées d'ordre 1. Les résidus de la relation de long terme française sont stationnaires, le test de Johansen valide l'existence d'une unique relation de cointégration pour le Royaume-Uni, et le test de Shin valide la relation de long terme britannique.

1. La série des degrés jours unifiés est une série qui rend compte de l'écart journalier entre la température observée et 18°C : c'est la différence entre la température de référence (18°C) et la température moyenne du jour (température maximale - température minimale). S'il fait plus froid que 18°C, le DJU est positif ; s'il fait plus chaud que 18°C, le DJU vaut 0.

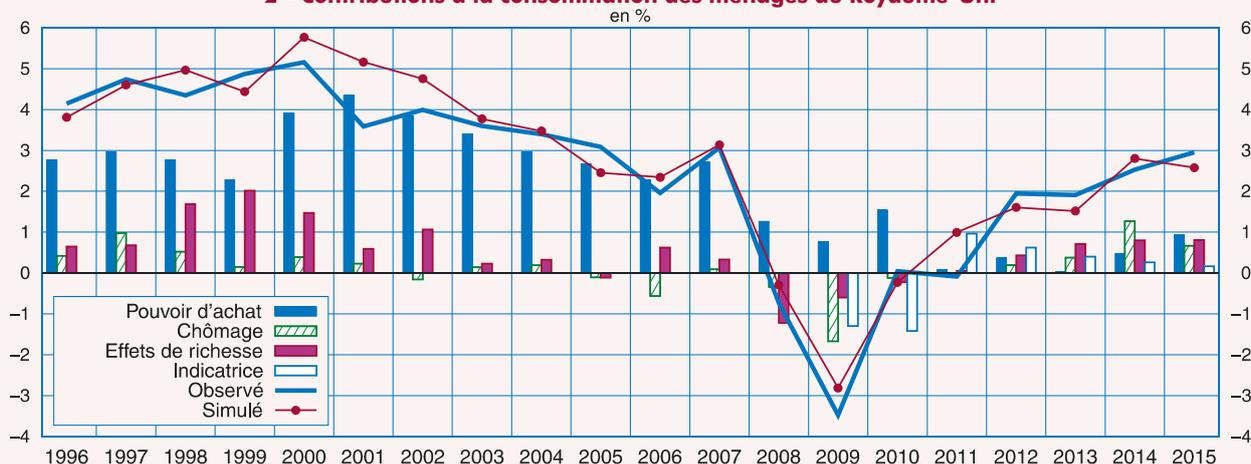
Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

1 - Contributions à la consommation des ménages en France



Source : Insee

2 - Contributions à la consommation des ménages au Royaume-Uni



Sources : ONS, Nationwide, calculs Insee

II. Les équations d'investissement des ménages

L'investissement des ménages en logement en France peut être modélisé par une équation à correction d'erreur (Sutter *et al.*, 2015). La même équation a été reproduite dans le cas du Royaume-Uni. Seul le pouvoir d'achat ressort comme déterminant de long terme. Dans le court terme, les prix de l'immobilier sont significatifs. Les données d'investissement des ménages en construction n'étant disponibles que depuis 1998, l'équation britannique est estimée sur une période relativement courte (du premier trimestre 1998 au dernier trimestre 2014). Comme pour l'équation française, les estimations sont faites en une étape.

D'après l'équation retenue, les évolutions de l'investissement des ménages au Royaume-Uni sont principalement liées à la dynamique des prix de l'immobilier. Ainsi, depuis mi-2013, les prix de l'immobilier expliquent quasiment toute la hausse observée de l'investissement des ménages, la contribution annuelle du pouvoir d'achat et de l'emploi étant moitié moindre sur cette période.

Équation d'investissement des ménages en logement en France

$$\Delta_i = 0,50 - 0,05(i_{t-1} - y_{t-1} - 0,79px_anc_r_{t-1} + 3,1d\acute{e}f_inv_r_{t-1} - 0,07part_30_59_{t-1}) + 0,33\Delta_i + 1,84\Delta emp_t - 0,01\Delta_4 hypo_t$$

(3,42) (2,26)
(3,74) (4,08) (4,51)

Période d'estimation 1991T2-2014T4

R² ajusté = 0,73

Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013

Équation d'investissement des ménages en logement au Royaume-Uni

$$\Delta_i = 0,13 - 0,07(i_{t-1} - y_{t-1}) + 2,58\Delta emp_t + 1,27\Delta px_anc_r + 0,002\Delta footsie_t$$

(2,80) (3,11) (2,03) (6,09) (1,83)

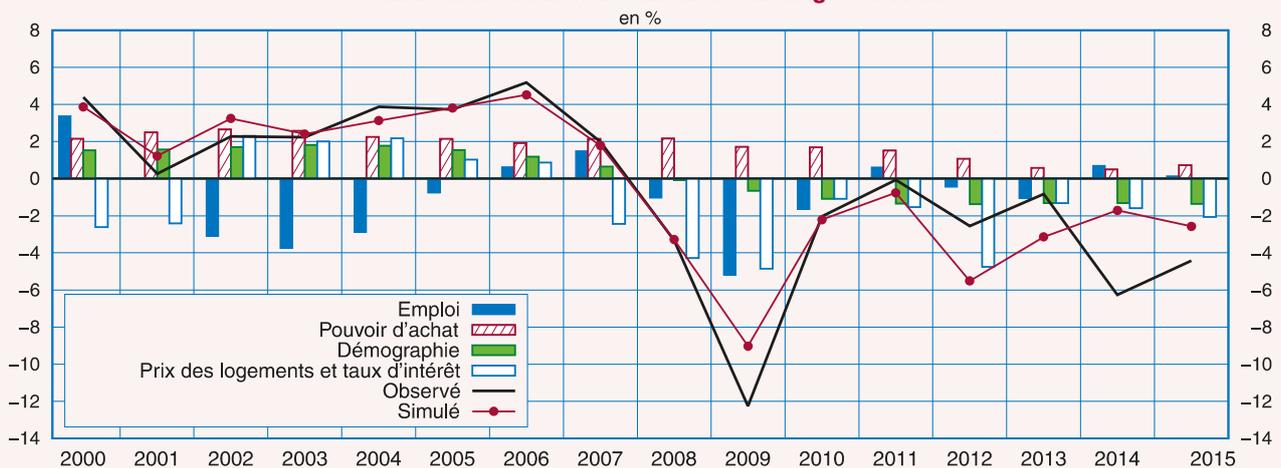
Période d'estimation 1998T1-2014T4
R² ajusté = 0,44

Les variables entrant dans la relation de long terme sont bien intégrées d'ordre 1 et les résidus de la relation de long terme sont stationnaires.

Où :

- i_t est le logarithme de l'investissement des ménages en construction au prix de l'année précédente chaînés,
- y_t le logarithme du revenu disponible brut déflaté par le prix de la consommation des ménages,
- emp_t , le logarithme de l'emploi salarié total,
- $px_anc_r_t$ le logarithme du prix de l'immobilier rapporté au prix de la consommation des ménages,
- $défl_inv_t$, le logarithme du prix de l'investissement en construction des ménages rapporté au prix de la consommation des ménages,
- $part_30_59_t$, la part des 30-59 ans dans la population,
- $hypo_t$, le différentiel sur un an du taux nominal effectif des prêts immobiliers accordés aux particuliers,
- $footsie_t$, le rapport entre l'indice boursier Footsie 100 et le prix de la consommation des ménages.

3 - Contributions à l'investissement des ménages en France



4 - Contributions à l'investissement des ménages au Royaume-Uni

