

ROYAUME-UNI : REPRISE FRAGILE

Catherine Mathieu

Département analyse et prévision

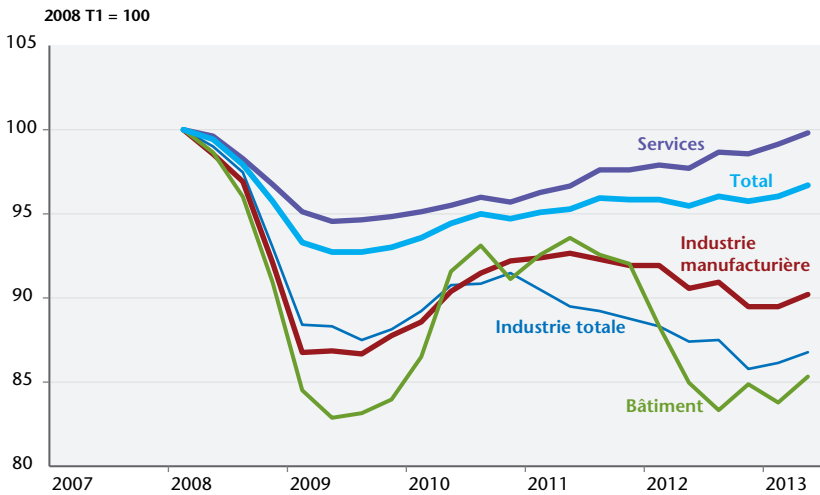
L'économie britannique a connu une croissance soutenue au premier semestre 2013. Le PIB a augmenté de 0,4 % au premier trimestre et de 0,7 % au deuxième, soit une hausse de 1,4 % en glissement sur un an au deuxième trimestre, contre -0,2 % à la fin de 2012. Le taux de chômage est resté quasiment stable, passant de 7,8 % en décembre 2012 à 7,7 % en juin 2013. L'inflation, mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisée était de 2,7 % en glissement sur un an en août 2013, comme en décembre 2012. La Banque d'Angleterre poursuit sa politique de soutien à la croissance via le maintien de son taux directeur à 0,5 %, et des mesures non conventionnelles, tandis que le gouvernement britannique continue de mettre en œuvre son plan de réduction du déficit public, souhaitant faire baisser le ratio de dette publique à partir de 2017-2018. En 2012, le déficit public au sens de Maastricht était de 6,2 points de PIB et la dette publique de 89 points de PIB. Les taux d'intérêt publics à long terme ont commencé à augmenter à partir de mai 2013, comme aux États-Unis et un peu plus rapidement que dans la zone euro, pour approcher 3 % en septembre 2013, soit des niveaux encore historiquement faibles. Les indicateurs conjoncturels signalent tous la poursuite de la reprise au troisième trimestre, mais la question se pose de savoir à quel point cette reprise, jusqu'ici tirée par la consommation des ménages et les exportations, sera relayée par l'investissement des entreprises, alors que la politique budgétaire restera restrictive.

Indicateurs conjoncturels : les signaux de la reprise

Selon les comptes nationaux parus en août, la crise de 2007 a conduit le PIB britannique à chuter de plus de 7 points entre le premier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009, soit un creu-

sement plus marqué que dans les publications précédentes des comptes. La reprise, à partir de la mi-2009, a été plus lente que dans les sorties de crise précédentes, et le PIB britannique était encore plus de 3 points inférieur à son niveau d'avant-crise au deuxième trimestre 2013. Mais ceci recouvre des évolutions sectorielles très disparates. Ainsi, dans les services (78 % du total de la valeur ajoutée en 2010), la valeur ajoutée a enfin rejoint son niveau d'avant-crise au deuxième trimestre 2013 (graphique 1). Mais la valeur ajoutée est supérieure de 14 points à son niveau d'avant-crise dans le secteur de la santé, qui n'est pas frappé par l'austérité budgétaire, et de 8 points dans les services immobiliers, tandis qu'elle reste inférieure d'environ 10 points dans les services financiers et d'assurance. Dans le bâtiment, et dans une moindre mesure dans l'industrie, la valeur ajoutée s'est stabilisée à des niveaux inférieurs à ceux d'avant la crise.

Graphique 1. Évolution de la valeur ajoutée par secteur, en volume



Après avoir baissé en 2012, la production industrielle s'est stabilisée en 2013. Les opinions des industriels se sont nettement améliorées depuis le début de l'année. L'amélioration est particulièrement forte pour les perspectives de production et les carnets de commandes à l'exportation, qui ont retrouvé en septembre dernier leurs points hauts de 2007. La confiance des ménages s'est, elle aussi, améliorée. Les ventes de détail en volume sont en hausse régulière,

de 2 % en glissement sur un an, depuis le printemps. Les indicateurs conjoncturels disponibles à la fin septembre suggèrent la poursuite d'une croissance soutenue au troisième trimestre, d'au moins 0,7 %, qui se poursuivrait de façon atténuée au quatrième trimestre.

Politique économique : la croissance entre les mains de la banque centrale

Un nouveau gouverneur a pris ses fonctions à la Banque d'Angleterre en août dernier. Il s'agit de Mark Carney, précédemment gouverneur de la Banque du Canada. On pourra relever, sur le plan symbolique, que le chancelier de l'Échiquier, George Osborne, a choisi de nommer à la suite de Mervyn King, non pas un candidat de la Banque d'Angleterre, non pas un britannique, mais un banquier central canadien, parallèlement à une modification du mandat de la banque centrale, donnant à celle-ci une dimension plus « américaine », où l'objectif d'inflation n'est plus le seul objectif de la politique monétaire. Lors de la présentation du budget de mars 2013, George Osborne avait en effet modifié le mandat donné à la Banque d'Angleterre. Certes, la cible d'inflation reste inchangée : le Comité de politique monétaire (CPM) doit maintenir l'inflation dans une fourchette de +1/-1 % autour de 2 %, mais il doit aussi prendre en compte explicitement la croissance et l'emploi dans la conduite de sa politique. Depuis août, le CPM a pris en compte cette nouvelle dimension du mandat de la Banque d'Angleterre : le taux directeur ne sera pas relevé et le montant des achats d'actifs ne sera pas réduit tant que le taux de chômage ne baissera pas en dessous de 7 %. Selon les prévisions de la Banque d'Angleterre, ceci ne se produirait pas d'ici 2015. L'inflation est à l'intérieur de la fourchette de la politique monétaire, à 2,7 % en août et le CPM prévoit que l'inflation ne dépassera pas 3 % à l'horizon 2015. Le CPM annonce donc que le taux directeur restera à 0,5 % et que le montant des actifs détenus par la banque centrale au titre de sa politique non conventionnelle resterait aussi inchangé à 375 milliards de livres, à l'horizon de la prévision. En annonçant un objectif de taux de chômage, la Banque d'Angleterre renforce sa politique de soutien actif à la croissance.

Les taux d'intérêt publics à 10 ans ont augmenté depuis mai 2013, passant de 1,7 % près de 3 % en septembre, soit une remontée semblable à celle des taux aux États-Unis et un peu plus rapide que

celle des taux allemands (passés de 1,2 à 1,9 %). Ces hausses des taux nominaux reflètent une normalisation des taux sur les marchés obligataires historiquement bas au printemps dernier, en termes nominaux comme réels. La remontée parallèle des taux d'intérêt dans la période récente aux États-Unis et au Royaume-Uni se produit alors que les perspectives de croissance sont plus fortes dans ces deux pays que dans la zone euro prise dans son ensemble. On pourra par ailleurs noter qu'au Royaume-Uni comme aux États-Unis, les banquiers centraux ont fixé un niveau de taux de chômage à atteindre avant de commencer à resserrer la politique monétaire, ce qui n'est pas le cas dans la zone euro.

La politique budgétaire garde le cap de la réduction du déficit et de la dette publics. La dette est supposée baisser à partir de 2017, la réduction du déficit doit se faire principalement par la baisse des dépenses. Le budget de 2013 s'inscrit pleinement dans une perspective libérale. Il s'agit de lutter contre l'assistanat en réduisant les prestations sociales et d'inciter à l'activité en baissant les impôts. La consommation des administrations publiques n'augmenterait que de 0,5 % en volume en 2013 et baisserait de 0,7 % en 2014. L'investissement public progresserait de 2,6 % cette année en volume et de 5 % l'an prochain. Le gouvernement a annoncé que les secteurs de la santé et de l'éducation seront exclus des plans de réduction des dépenses. Par contre, en 2013 comme en 2014, l'austérité pèsera fortement sur les prestations sociales. À partir du premier avril 2013, à l'exception notable des prestations retraite, les prestations ne seront revalorisées que de 1 % par an pendant trois ans, soit bien moins que l'inflation. Ce changement de revalorisation permettra une réduction des dépenses sociales d'environ 1,7 milliard en 2014-2015 (0,1 point de PIB). Les prestations retraite seront revalorisées de 2,5 % par an. Le taux marginal d'imposition sur les revenus les plus élevés est abaissé de 50 % à 45 % en avril. La baisse du taux d'imposition des sociétés de 24 % à 23 % en 2013-2014 et à 22 % en 2014-2015 réduirait les recettes de respectivement 730 millions et 820 millions.

Le budget 2013 annonce que les cotisations employeurs seront allégées en 2014 (-1,2 milliard de livres, soit 0,08 point de PIB). Le budget a aussi annoncé l'annulation de la hausse de la fiscalité des carburants en septembre 2013 (-480 millions de livres en 2013-2014, -810 en 2014-2015) et la baisse de la fiscalité sur la bière à

partir de mars 2013 (1 penny par pinte de bière, -170 millions de livres en 2013-14, 210 millions en 2014-2015). Par contre, les mesures de lutte contre la fraude fiscale sont censées rapporter près de 400 millions de livres en 2013 et 1 milliard en 2014.

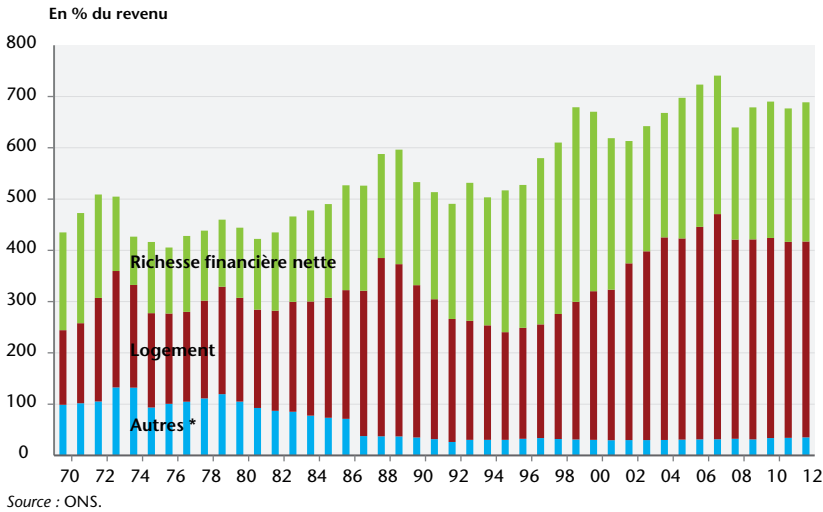
L'impulsion budgétaire serait voisine de -1 point de PIB cette année et l'an prochain. Ceci, sous nos hypothèses de croissance, conduirait à un déficit public de 7,1 % du PIB cette année et de 6,5 % l'an prochain.

Perspectives 2013-2014 : une reprise sous contraintes

La hausse du PIB figurant dans les comptes nationaux du deuxième trimestre 2013 est nettement plus soutenue que ce que nous avons prévu en mars dernier pour les premier et deuxième trimestres de l'année (0,4 et 0,7 contre respectivement -0,2 % et 0,3 %). Au premier semestre 2013, l'accélération de croissance a été portée par la consommation des ménages et le commerce extérieur, mais ceci a peu de chances de se poursuivre à l'horizon de la fin 2014.

La hausse de la consommation des ménages a été permise par une baisse du taux d'épargne d'un point entre le second semestre 2012 et le premier semestre 2013. Cette baisse du taux d'épargne ne peut pas s'expliquer à elle seule par les évolutions des revenus, de la situation sur le marché du travail (en légère amélioration), et de l'inflation (quasiment stable). Elle est aussi à mettre en lien avec un effet richesse. En effet, le patrimoine net des ménages britanniques est historiquement élevé, à près de 700 % du revenu annuel en 2012 et n'a que peu baissé sous l'effet de la crise de 2008 (graphique 2). La richesse des ménages a d'ailleurs moins baissé cette fois que lors des récessions précédentes, notamment au début des années 1990. Les prix de l'immobilier ont recommencé à augmenter en 2013, comme ceux des cours de bourse (de près de 5 % en neuf mois). Dans le même temps, les ménages ont pratiquement arrêté de se désendetter, conservant un endettement encore élevé (138 % de leurs revenus annuels au premier semestre 2013, contre 160 % au début de la crise). Le comportement d'épargne des ménages au cours des prochains mois est l'une des grandes interrogations de cette prévision. Nous avons supposé que l'arrêt du désendettement des ménages n'était que temporaire et que le taux d'épargne serait stable à l'horizon de la prévision.

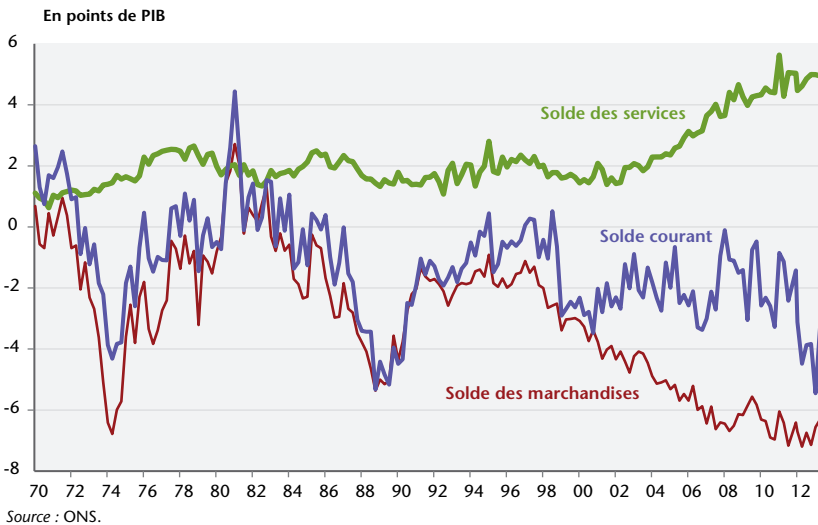
Graphique 2. Patrimoine des ménages



La deuxième interrogation porte sur l'investissement des entreprises. Jusqu'à présent, le taux d'investissement des entreprises non financières est resté faible. L'enquête trimestrielle dans l'industrie, du moins jusqu'au dernier point connu de juillet 2013, suggérait une stabilité de l'investissement à court terme. Nous avons supposé une légère hausse du taux d'investissement à l'horizon de la prévision. Le taux de marge des entreprises non financières a peu baissé pendant la crise, et était d'environ 32 % de la valeur ajoutée. Mais la grande énigme de la productivité britannique demeure. Depuis le début 2008, les entreprises n'ont pas réduit leurs effectifs comme elles le faisaient habituellement lors des chutes de production. La croissance n'est pas révisée à la hausse au fil des nouvelles versions des comptes nationaux et le cycle de productivité est très dégradé au Royaume-Uni, d'environ 10 points, par rapport à une tendance de productivité de l'ordre de 2,2 % par an. L'ajustement s'est fait depuis 2008 non par les effectifs, mais en partie par les salaires, ce qui est tout à fait inhabituel pour l'économie britannique et par une baisse des profits dans la valeur ajoutée. Le fait que les entreprises aient gardé leur main-d'œuvre pendant la crise leur permettra-t-elle de répondre rapidement à la reprise de la demande ? C'est l'hypothèse que nous avons retenue, qui se traduirait par une accélération de la productivité avec le retour de la croissance. Mais on peut aussi estimer que les entreprises britanniques sont devenues structurellement moins productives pendant la crise. À ce jour, la question reste ouverte...

La troisième interrogation porte sur la demande extérieure à l'horizon des prochains mois, notamment dans la zone euro, premier marché des exportateurs britanniques. Les exportations britanniques ont augmenté fortement au premier semestre 2013, surtout vers les pays hors Union européenne, mais les échanges de marchandises ont marqué un coup d'arrêt, selon les chiffres du commerce extérieur de juillet. À l'horizon de la prévision, les exportateurs britanniques pourraient faire de légers gains de parts de marché, mais du fait de la spécialisation géographique des exportations, ces dernières n'augmenteraient que modérément. Le déficit extérieur des échanges de marchandises peine à se stabiliser depuis le début de la crise mais le bon positionnement de l'économie britannique dans les secteurs des services se renforce : le solde des marchandises est déficitaire d'environ 7 points de PIB, celui des services est excédentaire de 5 points de PIB (graphique 3).

Graphique 3. Évolution des soldes extérieurs



Notre prévision de croissance est entourée de risques aussi élevés à la hausse qu'à la baisse. Nous avons retenu un scénario de poursuite de la reprise « prudent », où les déséquilibres ne se creuseraient pas (taux d'épargne et endettement des ménages, comptes des entreprises et commerce extérieur). Vu nos perspectives de demande extérieure, la croissance britannique serait de 1,3 % cette année et de 1,7 % l'an prochain.

Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2012				2013				2014				2012	2013	2014	2015 ⁵
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,0	-0,5	0,6	-0,3	0,4	0,7	0,7	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,1	1,3	1,7	1,8
PIB par tête	-0,2	-0,6	0,4	-0,5	0,2	0,5	0,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	-0,6	0,3	1,0	0,8
Consommation des ménages ¹	0,3	0,4	0,1	0,6	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,2	1,6	1,0	1,2
Consommation publique	2,4	-1,4	0,2	0,3	-0,2	0,5	0,3	-0,2	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	1,7	0,3	-0,6	-0,4
FBCF totale ² dont	4,6	-0,8	-2,7	-4,0	0,7	0,2	2,3	0,2	1,0	1,0	1,1	1,1	1,3	-2,6	3,9	4,3
Productive privée	8,3	-2,4	-1,6	-6,8	2,6	-6,6	1,0	1,0	1,3	1,3	1,4	1,4	3,3	-6,0	3,7	3,7
Logement	-5,2	0,6	-2,9	1,1	3,8	1,1	1,7	1,0	0,6	0,8	0,8	0,8	-2,5	5,2	3,6	3,6
Publique	8,8	2,4	-6,2	-2,2	-10,8	13,0	7,4	-3,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	-3,6	5,2	5,2
Exportations de biens et services	-1,8	-0,4	2,0	-1,7	0,1	3,0	0,1	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,0	2,2	4,3	4,2
Importations de biens et services	0,6	1,4	0,8	-0,9	-0,8	2,9	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	3,1	1,7	3,1	3,1
Variations de stocks, en points de PIB	-0,3	0,0	0,6	0,6	0,2	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,2	0,5	0,7	2,6
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	1,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,3	0,4	0,6	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	1,2	0,7	1,1	1,3
Variations de stocks	-0,4	0,4	0,5	0,0	-0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,3	0,2	0,1
Commerce extérieur	-0,8	-0,6	0,4	-0,2	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,7	0,1	0,3	0,3
Prix à la consommation ³	3,5	2,8	2,4	2,6	2,8	2,7	2,7	2,6	2,4	2,3	2,3	2,0	2,8	2,7	2,3	2,0
Taux de chômage, au sens du BIT	8,2	8,0	7,8	7,8	7,8	7,8	7,7	7,7	7,7	7,7	7,6	7,6	7,9	7,8	7,6	7,3
Solde courant, en points de PIB		-3,8		-3,9		-4,3		-3,3		-3,8		-3,8	-3,8	-3,8	-3,6	-3,6
Solde public ⁴, en points de PIB													-6,2	-7,1	-6,5	-5,9
Impulsion budgétaire													-0,5	-1,0	-1,0	-1,0
PIB zone euro	-0,1	-0,3	-0,1	-0,5	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,3	1,1	1,6

1. Y compris ISBLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. 3. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. 4. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS. En 2012, la nationalisation du fonds de pension de Royal Mail réduit le déficit de 1,8 point de PIB. A partir de 2013, la prise en compte des flux de l'APF (*Asset Purchase Facility*) réduit le déficit de 0,4 point de PIB. 5. Les chiffres pour 2015 représentent des éléments de cadrage, à environnement international inchangé.

Sources : ONS (*Quarterly National Accounts, Q2 2013*, 26 septembre 2013), prévision OFCE octobre 2013.