

Royaume-Uni: la croissance fait de la résistance

Le PIB britannique a augmenté de 3 % en 2007. La croissance a légèrement ralenti au second semestre mais a atteint 2,8 % en glissement sur un an au quatrième trimestre, soit nettement plus que dans la zone euro (1,8 %) et aux États-Unis (2,5 %) en dépit de taux d'intérêt réels de court terme plus élevés et d'un poids relativement important du secteur financier dans l'économie. Les indicateurs conjoncturels disponibles au début de ce printemps suggèrent que la crise financière n'a jusqu'ici guère eu d'impact sur l'économie réelle. L'inflation, qui reste modérée, est cependant comme ailleurs dans le monde en train d'accélérer : elle est passée de 1,8 % seulement en septembre dernier à 2,5 % en février (contre 3,2 % dans la zone euro et 4,1 % aux États-Unis).

Indicateurs conjoncturels : pas de panique dans la sphère réelle

Selon les comptes nationaux publiés le 28 mars, la demande intérieure hors stocks a été très soutenue au troisième trimestre 2007 avant de marquer le pas au quatrième trimestre, sous l'effet du ralentissement de la consommation des ménages et d'une baisse de la consommation publique, tandis que l'investissement continuait de progresser (tableau). Les indicateurs conjoncturels parus depuis le début de l'année ne signalent pas de poursuite du ralentissement de la demande intérieure. Certes, la confiance des ménages s'est érodée depuis septembre, mais les ventes de détail sont restées soutenues et étaient en hausse de près de plus de 5 % en volume sur un an en février, soit un rythme équivalent à celui de l'été dernier.

La production industrielle, qui affichait une hausse de 1 % sur un an en juillet 2007, a fléchi ensuite pour se stabiliser en décembre 2007 et janvier 2008. Les opinions des industriels sur leurs perspectives de production et leurs carnets de commande, après s'être dégradées au second semestre 2007, se redressent depuis le début de l'année et étaient en mars à des niveaux élevés. Les perspectives d'investissement dans l'industrie ne se sont que modestement repliées en début d'année et le taux d'utilisation des capacités de production reste supérieur à la moyenne des trente dernières années. L'activité dans le bâtiment a été soutenue au quatrième trimestre 2007 (+ 1,1 %, 2,5 % en glissement sur un an), tandis que la production dans les services ralentissait quelque peu (+ 0,7 %, soit une hausse de 3,4 % en glissement sur un an).

C'est dans les services d'intermédiation financière (8 % de la production totale) que le ralentissement a été le plus net : la production y a malgré tout augmenté de 0,9 % au quatrième trimestre et de plus de 12 % sur un an. C'est aussi avant tout dans les enquêtes auprès du secteur des services financiers que les opinions se sont dégradées depuis l'été. Au total, les indicateurs conjoncturels¹ suggèrent une croissance proche de 0,5 % au premier trimestre 2008 et un peu plus faible au deuxième.

1. C'est notamment ce que suggère notre indicateur trimestriel de croissance. Pour une présentation de l'indicateur, voir : Charpin F. et C. Mathieu « Un indicateur de croissance à court terme au Royaume-Uni », *Revue de l'OFCE* n° 89, avril 2004.

Politique économique : sous contraintes

Le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre a baissé son taux de base de 0,25 point en décembre dernier, de 0,25 point en février et de 0,25 point en avril pour le porter à 5 %. Le taux directeur est légèrement inférieur à celui d'une règle de Taylor : avec une constante de 2,75 %, supposée refléter le taux d'intérêt réel d'équilibre, une inflation de 2,5 % pour une cible de 2 %, et un écart de production proche de 0 selon les estimations du gouvernement, le taux neutre serait de 5,5 %. La difficulté pour le CPM est de peser les risques respectifs d'accélération d'inflation et de ralentissement de l'activité dans les prochains mois.

La Banque d'Angleterre a signalé dès février que le gouverneur devrait probablement écrire une lettre ouverte au chancelier de l'Échiquier au deuxième trimestre pour expliquer le dépassement du haut de la fourchette de la cible d'inflation, fixé à 3 % pour l'indice des prix à la consommation harmonisé. L'accélération de l'inflation ne résulte jusqu'ici que des hausses des prix des matières premières et, plus particulièrement pour les premiers mois de 2008, de celles des prix du gaz et de l'électricité. Sous nos hypothèses d'arrêt de la hausse des prix des matières premières, l'inflation redeviendrait proche de 2,2 % à l'horizon 2009. Sur le marché du travail, bien que le taux de chômage soit seulement de 5,2 %, aucun signe d'accélération des salaires n'est perceptible. La progression des salaires, hors primes, était en fin d'année de 3,7 %, comme au cours des douze mois précédents. La productivité du travail a crû à des rythmes de 2,6 % en 2007, soit plus rapidement que les salaires réels. Un facteur important de la modération de l'inflation depuis plusieurs années est cependant en train de s'estomper. La livre s'est en effet dépréciée de près de 15 % par rapport à l'euro depuis septembre dernier, ce qui contribuera à augmenter l'inflation importée, bien que le maintien de la livre à un niveau historiquement élevé par rapport au dollar américain en limitera le choc.

Le CPM abaisserait très progressivement ses taux d'intérêt, attendant les signaux de confirmation de ralentissement de l'inflation et de la croissance : des baisses de 0,25 point seraient décidées au début de l'été, puis au quatrième trimestre, et enfin au début 2009. Étant donné le niveau des taux directeurs, le CPM dispose néanmoins de marges importantes pour assouplir sa politique, notamment si la crise bancaire continuait à prendre de l'ampleur.

Du côté de la politique budgétaire, les contraintes sont plus fortes. Selon le budget présenté en mars, la consommation publique augmentera de 2,25 % en volume cette année et de 2 % l'an prochain, l'investissement public de 7 % cette année et de 3,5 % l'an prochain. En ce qui concerne les recettes, les principales annonces du budget sont le report à l'automne de l'augmentation des droits d'accise initialement prévue pour avril, ainsi que l'entrée en vigueur de mesures environnementales en 2009 (taxe sur les véhicules les plus polluants,...). L'impulsion budgétaire serait pratiquement nulle cette année et restrictive l'an prochain. Le déficit public franchirait 3 % du PIB en 2008. Le budget table sur une croissance comprise entre 1,75 et 2,25 % cette année, ce qui semble réalisable, mais sur une croissance comprise entre 2,25 % et 2,75 % l'an prochain, ce qui semble optimiste. Le respect de la règle d'or des finances publiques — selon laquelle le solde hors investissement public doit être équilibré sur un cycle économique — est repoussé à 2011, en supposant

que la croissance reste soutenue. La dette nette est maintenant proche de 40 % du PIB, niveau jugé « prudent » selon la règle d'investissement soutenable. Le respect des règles budgétaires britanniques est largement conditionné à la croissance et le chancelier de l'Échiquier risque de se trouver dans une situation délicate en 2009, probable année électorale, si la croissance n'est pas au rendez-vous.

La croissance plierait mais ne romprait pas

La croissance serait de 2 % cette année et de 1,8 % l'an prochain. Les risques associés à notre prévision sont à la baisse en termes de croissance et à la hausse en termes d'inflation. Le scénario suppose que la Banque d'Angleterre parviendra à réduire durablement les tensions sur les marchés interbancaires. Cela semblait être le cas en début d'année : les taux interbancaires à trois mois avaient rejoint fin janvier le niveau du taux de base à 5,5 %. Mais l'écart s'est à nouveau creusé ensuite, malgré la baisse du taux directeur et, à la fin mars, le taux interbancaire à trois mois était de 6 %. Le risque de liquidité reste donc bien présent. La solution retenue pour Northern Rock a été la nationalisation, présentée comme temporaire et sans coût pour le contribuable. Mais le risque existe que d'autres établissements se retrouvent dans une situation similaire et que la tâche se complique pour la Banque centrale.

Toutes les composantes de la demande intérieure contribueraient au ralentissement de la croissance en 2008. La consommation des ménages serait freinée par les pertes de pouvoir d'achat résultant de l'inflation et de moindres créations d'emplois. En l'absence de forte remontée des taux d'intérêt, le marché de l'immobilier aurait peu d'impact sur la consommation des ménages. Les prix de l'immobilier se sont stabilisés depuis l'automne et affichaient encore en début d'année une hausse de 8 % en glissement sur un an. Sous notre hypothèse d'une stabilité des prix, le patrimoine immobilier des ménages resterait élevé en pourcentage du revenu². Le taux d'endettement des ménages s'est stabilisé à 167 % du revenu au second semestre 2007 et les charges d'intérêt restent contenues. Après plusieurs années de croissance rapide, l'investissement logement baisserait légèrement cette année, comme le suggère le ralentissement des commandes et des mises en chantier au cours des derniers mois.

Face au ralentissement de la demande, les entreprises modéreraient la progression de leurs investissements d'ici la fin 2009 et stabiliseraient leur taux d'investissement à un niveau élevé. La baisse récente de la livre par rapport à l'euro permettra enfin aux exportateurs de regagner des parts de marchés vis-à-vis de leurs concurrents européens. Le déficit commercial a atteint un record en 2007, à plus de 6 % du PIB. L'excédent des services, aussi en hausse, en compense la moitié. Mais le déficit courant est désormais de 4 % du PIB. Un rééquilibrage des composantes de la demande en faveur de la demande extérieure est donc souhaitable pour la croissance britannique. Il s'amorcerait à l'horizon 2009.

2. Une évaluation de l'impact d'une baisse des prix de l'immobilier et des actifs financiers est présentée dans cette revue, voir : « La finance mondiale discréditée ».

Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %	2007				2008				2009				2006	2007	2008	2009
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	2,9	3,0	2,0	1,8
Consommation des ménages ¹	0,8	0,7	0,8	0,2	0,5	0,4	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	2,0	3,1	1,7	1,9
Consommation publique	0,7	0,5	0,6	-0,5	1,1	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,7	1,9	2,0	2,0
FBCF totale ²	1,6	-0,8	1,6	1,9	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,4	0,6	0,6	8,0	6,3	2,5	1,4
Dont																
Productive privée	0,8	0,4	2,0	2,1	0,5	0,3	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	-3,3	8,0	3,6	1,7
Logement	1,2	0,8	-1,0	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	11,2	3,3	-1,8	-0,3
Public	7,5	-12,0	7,3	7,2	0,0	1,0	0,6	0,6	0,8	1,0	1,2	1,3	277,1	4,5	6,8	3,5
Exportations de biens et services ³	-1,0	0,7	1,4	-0,5	1,2	1,0	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	10,7	-5,3	3,4	5,4
Importations de biens et services ³	0,6	-0,7	4,3	-1,0	0,5	0,8	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	9,8	-2,9	3,1	4,6
Variations de stocks, en points de PIB	0,1	0,2	0,9	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,2	0,5	0,6	0,5
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,3	1,0	0,4	0,6	0,4	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	3,0	3,5	1,9	1,9
Variations de stocks	0,3	0,1	0,7	0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,1	-0,1
Commerce extérieur	-0,5	0,4	-0,9	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,1
Prix à la consommation ⁴	2,9	2,6	2,3	2,2	2,9	3,0	2,9	2,7	2,3	2,2	2,2	2,2	2,3	2,5	2,9	2,2
Taux de chômage, au sens du BIT	5,5	5,4	5,4	5,2	5,3	5,3	5,4	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9	5,5	5,4	5,4	5,8
Solde courant, en points de PIB	-4,4		-3,9		-4,0		-3,8		-3,5		-3,4		-3,9	-4,2	-3,9	-3,5
Solde public ⁵ , en points de PIB													-2,5	-2,8	-3,2	-3,2
Impulsion budgétaire													-1,0	0,5	0,1	-0,6
PIB zone euro	0,7	0,4	0,7	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	2,9	2,6	2,0	2,2

1. Y compris ISBLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. L'évolution de l'investissement a été affectée par le transfert, en avril 2005, des réacteurs nucléaires du British Nuclear Fuels plc (classé dans le secteur des entreprises en comptabilité nationale) à la Nuclear Decommissioning Authority (faisant partie des administrations publiques). La prise en compte de cette opération, neutre en termes d'investissement total, se traduit par une hausse de l'investissement privé et une baisse de l'investissement public au deuxième trimestre 2005. 3. L'évolution du commerce extérieur est fortement marquée en 2006 par les échanges liés à la fraude à la TVA. 4. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. 5. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS.

Sources : ONS (Quarterly National Accounts, 4th quarter and year 2007, 28 mars 2008), prévision OFCE avril 2008.