



Royaume-Uni : l'économie résiste¹

L'inflation, qui avait atteint un pic de 11,1 % sur un an en octobre 2022, alors qu'elle était proche de 0 au début 2021, était encore de 6,7 % en août dernier. L'accélération de l'inflation a conduit la Banque d'Angleterre à relever son taux directeur à 14 reprises, de 0,1 % début décembre 2021 à 5,25 % début août 2023, avec l'intention de ramener l'inflation vers la cible de 2 %. Cette hausse des taux contribue à freiner la croissance. La hausse du PIB n'était que de 0,6 % sur un an au deuxième trimestre 2023.

Nous prévoyons une croissance du PIB de 0,7 % en moyenne cette année et de 0,9 % l'an prochain. L'inflation reviendrait à 3,2 % à la fin 2024. Le taux de chômage augmenterait à 4,9 % fin 2024 (contre 4,2 % au deuxième trimestre 2023).

Une inconnue importante de cette prévision porte sur la consommation des ménages, qui pourrait être plus soutenue si ces derniers décidaient de puiser dans la sur-épargne accumulée pendant la crise Covid, ce qu'ils n'ont pas fait jusqu'à présent. *A contrario*, une recrudescence des tensions géopolitiques mondiales (Ukraine, Proche-Orient, ...), une nouvelle hausse des prix énergétiques ou une baisse des prix de l'immobilier qui se transformerait en crise immobilière pourraient inciter les ménages à maintenir une épargne de précaution.

Comptes nationaux : de révision en révision

Le choc de la Covid-19 a provoqué outre-Manche une récession parmi les plus sévères au sein des pays industrialisés. Ainsi, en 2020, le PIB britannique a chuté de 22 % aux premier et deuxième trimestres et de 10,4 % en moyenne sur l'année. Il s'est redressé en 2021 (+8,7 % en moyenne annuelle) et en 2022 (+4,3 %). Mais, comme nous l'avions déjà souligné dans nos analyses développées pendant la pandémie, les systèmes d'information statistique ont été mis à l'épreuve pour mesurer l'impact économique des chocs provoqués par les confinements successifs. Les instituts de statistique ont d'ailleurs annoncé très tôt que les premières estimations des comptes nationaux

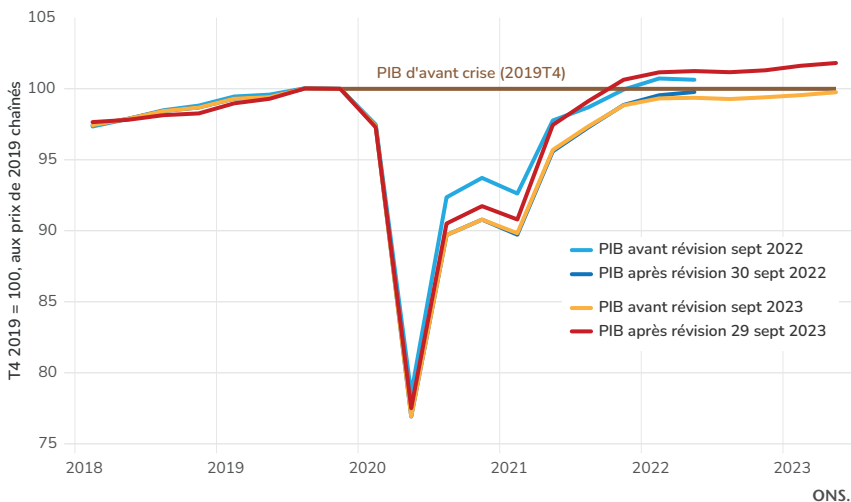
1. Ce texte est rédigé par Catherine Mathieu et Hervé Péléraux, *Département analyse et prévision*.

étaient susceptibles d'être fortement révisées une fois les turbulences passées. C'est effectivement le cas depuis un an au Royaume-Uni, avec deux vagues de révisions effectuées par l'*Office for National Statistics* (ONS) en septembre 2022 et 2023.

Le 30 septembre 2022, les comptes nationaux du Royaume-Uni ont été assez fortement révisés en baisse pour 2020, où le recul du PIB était évalué à -11 % en moyenne annuelle, contre -9,3 % avant la révision, et ramenant le PIB du deuxième trimestre 2022 à 0,2 point sous son niveau d'avant-crise alors qu'il lui était supérieur de 0,6 point selon l'évaluation précédente (graphique 1).

La révision intervenue le 29 septembre 2023, en hausse cette fois, a corrigé la précédente révision des comptes. La récession de 2020 a été ramenée à -10,4 % et la reprise de 2021 est désormais estimée à 8,7 % contre 7,6 % auparavant. La croissance de l'année 2022 a été également révisée en hausse, de 4,1 à 4,3 %. Au total, le PIB est revenu au deuxième trimestre 2023 à un niveau supérieur de 1,8 point à son niveau d'avant-crise, alors qu'il lui était inférieur de 0,25 point selon l'évaluation précédente.

Graphique 1. Estimations successives du PIB britannique

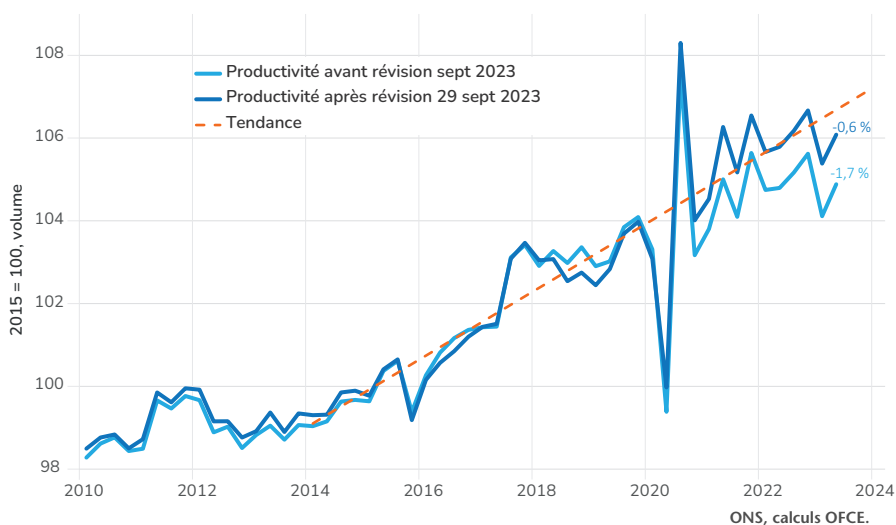


Le dégonflement des sureffectifs apparents

Ces révisions de mesure de l'activité ont des conséquences sur l'estimation de la productivité du travail et l'évaluation des sureffectifs au sein du système productif. Dans la précédente version des comptes, la

productivité horaire se maintenait sous sa tendance depuis la fin 2020, témoignant de la persistance de sureffectifs dans les entreprises (graphique 2). Ainsi, au deuxième trimestre 2023, les effectifs auraient été excédentaires de 790 000 personnes selon l'ancienne version des comptes, induisant un écart de productivité négatif de 1,7 % par rapport au niveau tendanciel. Avec la version révisée des comptes, les sureffectifs sont évalués à 370 000 personnes et l'écart de productivité à -0,6 %².

Graphique 2. Révision de la productivité horaire du travail



Encore convient-il de noter que le cycle de productivité ne s'est creusé qu'au cours des deux premiers trimestres de 2023 : la productivité demeurerait au voisinage de sa tendance tout au long de 2022, ce qui témoignait de l'adéquation entre la production et la quantité de travail engagée au sein du système productif. À la différence de l'Allemagne ou de la France où elles sont vertigineuses, les pertes de productivité au Royaume-Uni paraissent résulter du simple jeu du cycle de productivité entraîné par les à-coups de l'activité.

Le jeu du cycle de productivité va modeler les trajectoires de l'emploi et du chômage d'ici à la fin 2024. La convergence de la productivité vers son niveau tendanciel va contribuer à la résorption

2. Les révisions en hausse du PIB et de la valeur ajoutée ne sont pas identiques. Le PIB est désormais supérieur de 2 % à son niveau d'avant révision au deuxième trimestre 2023 tandis que la valeur ajoutée ne l'est que de 1,1 %.

des sureffectifs formés au premier semestre 2023 dans les entreprises. Dans un contexte de croissance faible de l'activité (0,7 % en 2023 et 0,9 % en 2024), et sous l'hypothèse que la durée du travail reste à son niveau d'avant-crise, rejoint au premier semestre 2023, l'emploi serait la variable d'ajustement avec un recul modéré, de 0,2 %, entre la fin 2023 et la fin 2024, soit 70 000 personnes. Cela conduirait à une hausse du chômage, de 4,2 à 4,9 % de la population active entre le deuxième trimestre 2023 et la fin 2024.

La désinflation amorcée

Comme ses principaux voisins, le Royaume-Uni a subi de plein fouet le regain d'inflation après la crise de la Covid-19, d'abord sous l'effet de la reprise des prix de l'énergie et des biens intermédiaires industriels au premier semestre 2021, puis de celle des produits alimentaires au second. Durant l'année 2022, l'accélération de l'indice des prix à la consommation (IPC³) s'est poursuivie pour porter l'inflation de 5,4 % à la fin 2021 jusqu'à 11,1 % en octobre 2022, un niveau inférieur à celui affiché par l'Allemagne (+11,6 %) et par l'Italie (+12,5 %), mais nettement supérieur à celui de la France (+7,1 %). Le pic d'inflation en Espagne était également comparable à celui du Royaume-Uni quelques mois auparavant (+10,7 % en juillet 2022).

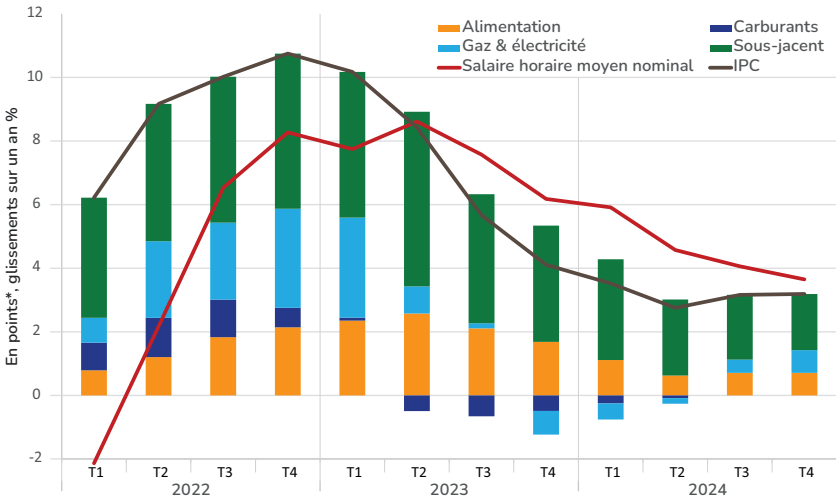
Depuis lors, les prix ont décéléré sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie et de la normalisation du fonctionnement des chaînes de production mondiales. En août 2023, l'inflation au Royaume-Uni était redescendue à 6,7 %, non loin de l'Allemagne (+6,4 %), mais au-dessus de la France et de l'Italie (5,7 et 5,5 % respectivement) et plus encore de l'Espagne (2,4 %).

Malgré la baisse des prix du gaz et du pétrole sur les marchés *spot* depuis l'été 2022, la contribution des prix de l'énergie à la progression de l'indice d'ensemble est restée positive jusqu'au deuxième trimestre 2023, même si elle a décliné (graphique 3). En effet, la réponse des prix de l'énergie distribuée au consommateur n'est pas instantanée face aux fluctuations des prix *spot*. Les prix du gaz et de l'électricité sont régulés par l'*Office of Gas and Electricity Markets* (OFGEM) qui procède trimestriellement à des ajustements tarifaires en fonction de l'évolution passée des prix *spot*.

3. L'indice des prix à la consommation (IPC) est calculé au Royaume-Uni selon la méthode en vigueur pour l'indice des prix à la consommation harmonisé dans l'Union européenne, et est donc directement comparable aux indices publiés par EUROSTAT pour les pays de l'UE.

L’OFGEM avait annoncé une première baisse des plafonds de facturation du gaz et de l’électricité d’environ 30 % au 1^{er} avril 2023, suivie d’une deuxième au 1^{er} juillet. Or, les composantes gaz et électricité de l’IPC sont restées inertes face aux baisses des plafonds en avril. Ce n’est qu’au 1^{er} juillet que l’IPC gaz a baissé de 25 % et celui de l’électricité de 8,6 %, induisant un retard dans l’imputation de la baisse des plafonds à l’indice des prix à la consommation.

Graphique 3. Contribution des composantes au glissement annuel de l’indice des prix au Royaume-Uni



ONS, calculs et prévisions OFCE.
* sauf inflation et salaire horaire moyen.

La mise en place du bouclier tarifaire par le gouvernement afin de caper la facture énergétique des ménages sous le plafond fixé par l’OFGEM, et sa prolongation entre mars et juin 2023, expliquent que la baisse du plafond n’ait pas eu d’effet sur l’indice des prix à la consommation. Ce n’est donc qu’après la disparition du bouclier énergétique et à la suite d’un deuxième abaissement des plafonds par l’OFGEM en juillet qu’est apparu un impact de la baisse des prix de l’énergie sur les indices des prix de l’énergie à la consommation. L’impact de la baisse des prix du gaz et de l’électricité devrait apparaître sur l’inflation annuelle au troisième trimestre 2023 et se prolonger jusqu’au deuxième trimestre 2024.

L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors énergie et produits alimentaires, a emboîté le pas des autres composantes en s'élevant au-dessus de 2 % à partir de la mi-2021, d'abord par la diffusion, au sein du système productif, du renchérissement des produits de base, puis de la réaction des salaires nominaux aux pertes de pouvoir d'achat depuis le quatrième trimestre 2021. En août 2023, l'inflation sous-jacente demeurait supérieure à 6 % au Royaume-Uni, au même niveau qu'en Allemagne (6,2 %), mais deux points au-dessus de la France, de l'Italie et de l'Espagne.

Les salaires ne sont pas restés inertes durant la phase de montée de l'inflation. Même si l'indexation des salaires n'est pas unitaire, ce qui génère des pertes de pouvoir d'achat durant les périodes d'accélération des prix, le démarrage de la phase inflationniste a fini par déclencher une reprise du salaire horaire moyen au deuxième trimestre 2022 (graphique 3). Au deuxième trimestre 2023, le salaire horaire moyen nominal croissait de 8,6 % sur un an. Précisons qu'au cours des derniers mois les hausses de salaires ont été nettement plus élevées dans le secteur public, particulièrement dans les secteurs de la santé et de l'éducation, que dans le reste de l'économie. Cela fait suite aux négociations engagées entre les syndicats des personnels et leurs ministres de tutelle, destinées à rattraper des années de baisses des salaires réels. Ainsi, au deuxième trimestre 2023, la hausse des salaires du secteur public était de 12,2 % sur un an (mais de 6,6 % seulement hors primes), contre 7,6 % dans le secteur privé (8,1 % hors primes).

Répercutée dans les prix de vente, la hausse des coûts salariaux contribue à entretenir l'inflation sous-jacente, même si les salariés supportent des pertes de pouvoir d'achat des salaires.

La phase de désinflation, engagée dans la première moitié de 2023, devrait se poursuivre sous les effets combinés du ralentissement des prix de nombreuses composantes de l'IPC. Au quatrième trimestre 2024, la hausse de l'IPC s'établirait à 3,2 %. Elle resterait au-dessus de la cible de la banque centrale, sous l'effet notamment d'un léger rebond des prix du gaz et de l'électricité consécutif à la remontée des prix *spot* que nous avons inscrite en prévision. La progression des salaires nominaux serait supérieure à celle de l'IPC, libérant des gains de salaires réels qui compenseront en partie les pertes antérieures. Ces gains seront acquis par les travailleurs au détriment des entreprises qui rendront dès lors une partie des marges qu'elles ont accumulé durant la phase d'accélération des prix en 2022.

Résilience de la demande

Au premier semestre 2023, l'économie britannique a plutôt bien résisté avec une croissance cumulée du PIB de 0,5 % alors que l'inflation culminait autour de 10 %.

La consommation des ménages, qui représente 60 % du PIB, affichait une contribution positive de 0,5 point à la croissance au premier semestre 2023, après une baisse au second semestre 2022 (graphique 4). Le dynamisme de la consommation a quelque peu surpris, avec une hausse de 0,7 % en volume au premier trimestre et de 0,4 % au deuxième trimestre. Durant la phase de montée de l'inflation à des niveaux inédits depuis de nombreuses années, la consommation n'a reculé, somme toute modérément, qu'au second semestre 2022 (-0,8 et -0,1 % chaque trimestre).

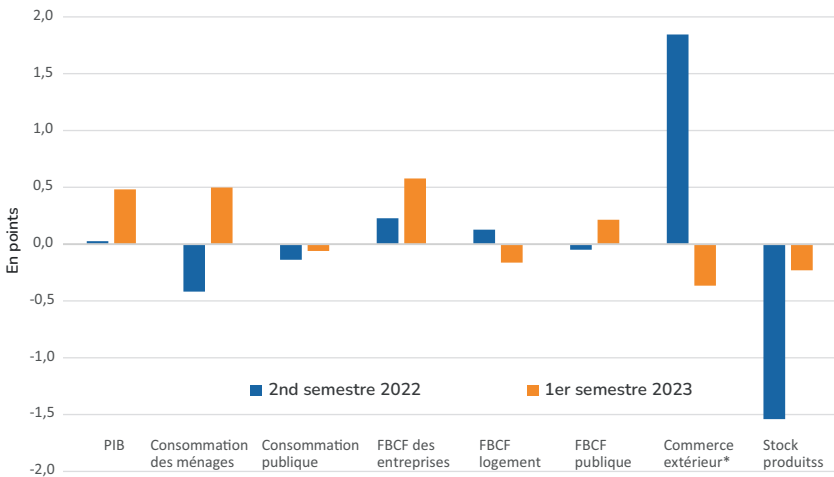
Paradoxalement, le taux d'épargne des ménages n'a pas baissé comme il aurait pu le faire pour maintenir la consommation, passant de 7,4 % du RDB en moyenne au premier semestre 2022 à 8,9 % au premier semestre 2023. La hausse du taux d'épargne depuis 1 an a été portée par le dynamisme des revenus, passés d'une progression de 0,1 à 0,9 % en termes réels entre la première moitié de l'année 2022 et la seconde, croissance restée identique au premier semestre 2023.

Plusieurs facteurs expliquent le dynamisme du revenu des ménages. D'un côté, la masse salariale réelle a augmenté entre le premier semestre 2022 et le second semestre 2023 (+0,3 %) malgré la forte inflation. La hausse du nombre total d'heures travaillées sur cette période (+0,6 %) a en effet surcompensé le recul du salaire horaire réel (-0,3 %). Ensuite, les revenus nets de la propriété ont été très dynamiques, ayant crû de plus de 10 % en termes réels en moyenne annuelle en 2022 (pour une contribution de +1,4 point à la croissance du RDB réel de 2022). Le dernier élément ayant soutenu le RDB est « l'ajustement pour variation des droits à pension (poste D.8 dans le SEC 2010) », qui, avec une hausse réelle de plus de 40 % en moyenne annuelle en 2022, a contribué à hauteur de 1,5 % à la croissance du revenu en 2022.

La formation brute de capital fixe (FBCF) des entreprises a emboîté le pas de la consommation des ménages, avec une contribution de 0,6 point au premier semestre 2023, faisant suite à une contribution déjà positive au semestre précédent (0,2 point). Au deuxième trimestre 2023, sur 1 an, l'investissement des entreprises a crû de 9,2 % quand le PIB n'augmentait que de 0,6 %. Cela ramène le taux d'investissement (en volume) au précédent point haut atteint juste avant le référendum

de juin 2016 sur le Brexit. La hausse de l'investissement au premier trimestre 2023 (+4 %) provient en partie d'investissements réalisés par les entreprises avant la fin initialement prévue pour la fin mars du dispositif dit de la « super déduction ». Ce dispositif, entré en vigueur en avril 2021, permettait aux entreprises de déduire la première année jusqu'à 130 % de leurs nouveaux investissements en bâtiments et équipements de production de leur base d'imposition. La hausse du taux d'imposition des sociétés de 19 à 25 % à partir d'avril 2023 a finalement été accompagnée d'une nouvelle incitation fiscale, permettant une déduction jusqu'à 100 % des investissements qui seront réalisés d'ici mars 2026. Au deuxième trimestre 2023, la hausse (+4,1 %) reflète pour partie des investissements exceptionnels en matériels de transport (importations d'avions américains notamment).

Graphique 4. Contributions semestrielles à la croissance du PIB au Royaume-Uni



ONS, calculs OFCE.

* Pour le commerce extérieur, contribution corrigée des acquisitions nettes des cessions d'objets de valeur.

À partir de la mi-2022, la FBCF en logement des ménages a ralenti, puis s'est contractée. L'amorçage d'une baisse des prix de l'immobilier et la dégradation des conditions de financement, du fait de la hausse des taux d'intérêt nominaux, même si l'accélération de l'inflation en a réduit l'impact en termes réels, ont freiné l'investissement logement des ménages. Du côté des dépenses publiques, la consommation a contribué légèrement négativement à la croissance au cours des deux derniers semestres tandis que l'investissement public y contribuait positivement (+0,2 point).

Les autres composantes du PIB ont eu des profils assez disjoints de l'activité. En effet les variations du poste « acquisitions moins cessions d'objets de valeur » (poste P.53 dans le SEC 2010) ont été très négatives au troisième et au quatrième trimestre 2022, respectivement -11,4 et -15,7 milliards de livres en volume⁴. La contribution à la croissance qui résulte de ces mouvements est donc fortement négative au second semestre 2022, à savoir -3,1 points.

Ce déstockage d'objets de valeur ayant été exporté, les exportations ont très fortement crû au second semestre 2022 (+14,2 % en volume), contribuant positivement à la croissance du PIB à hauteur de 4,2 points. Purgée des sorties d'objets de valeur, la contribution des exportations à la croissance s'élève à 1,1 point, et celle du commerce extérieur à 1,8 point (au lieu de 4,9 points sans la correction des exportations).

Au premier semestre 2023, les exportations seules ont subi le contrecoup de la hausse au semestre précédent avec une baisse de 2,3 %. En y incorporant les variations d'objets de valeur, dont la contribution est devenue positive (+1,7 point au premier semestre 2023), les exportations affichent une baisse plus modérée (-0,5 %). Au total, le commerce extérieur contribue négativement à la croissance, -0,4 point, la baisse des importations limitant l'effet sur l'activité de la baisse des exportations.

2024 : la croissance résiste encore !

À l'horizon de la fin 2024, l'environnement international resterait peu porteur pour les exportations, du fait de la faible hausse de la demande adressée au Royaume-Uni, les principaux marchés à l'exportation britanniques étant les États-Unis et l'UE. Les exportateurs britanniques peineraient à maintenir leurs parts de marché, la compétitivité-prix (en termes de taux de change réel effectif, calculé sur la base des coûts unitaires du travail par le FMI) s'étant dégradée de 5 % depuis septembre 2022. Les exportations de biens et services ne progresseraient qu'à un rythme trimestriel de 0,5 %, du troisième trimestre 2023 à la fin 2024.

4. Le poste P.53 du SEC 2010 « acquisitions moins cessions d'objets de valeur » comptabilise « les flux de biens non financiers qui ne sont normalement pas utilisés à des fins de production ou de consommation, qui, dans des conditions normales, ne se détériorent pas (physiquement) avec le temps et qui sont acquis et détenus pour servir de réserve de valeur. » Ce poste est une composante du compte emplois-ressources, généralement faible, mais qui peut enregistrer des mouvements amples comme en 2022, avec une contrepartie sur les exportations.

La demande intérieure progresserait à un rythme de 0,3 % par trimestre à l'horizon de la fin 2024. Ce serait aussi le cas pour la consommation des ménages. La poursuite de la baisse de l'inflation apporterait des gains de pouvoir d'achat mais, sous l'effet de la moindre hausse des salaires nominaux, les revenus salariaux réels progresseraient moins en 2024 qu'en 2023. Le revenu réel des ménages ralentirait de +2,5 % en moyenne annuelle en 2023 à 1,5 % en 2024. Les hausses passées des taux d'intérêt, la baisse des prix de l'immobilier et la légère remontée du taux de chômage inciteraient les ménages à la prudence. Ainsi, le taux d'épargne augmenterait de 9,5 % au deuxième trimestre 2023 à près de 10 % à la fin 2023. Il redescendrait progressivement ensuite pour atteindre 9 % à la fin de 2024 : la poursuite de la baisse de l'inflation, la fin du resserrement de la politique monétaire, le retournement à la baisse des taux hypothécaires, déjà amorcé en septembre, réduiraient l'épargne de précaution des ménages et entameraient légèrement le stock de la sur-épargne accumulée au plus fort de la pandémie.

L'investissement des entreprises baisserait au troisième trimestre 2023, à la suite de la disparition des facteurs exceptionnels qui l'avaient soutenu au premier semestre, puis progresserait d'environ 1 % par an, un peu plus rapidement que les débouchés à court terme, malgré l'effet négatif de la hausse passée des taux d'intérêt car les nouvelles déductions fiscales entrées en vigueur en avril 2023 viendront en soutien. L'investissement en logements continuait de baisser sous l'effet de la hausse passée des taux d'intérêt, alors que les prix de l'immobilier poursuivraient leur baisse.

Politiques monétaire et budgétaire

La baisse observée et anticipée de l'inflation conduirait la Banque d'Angleterre à ne plus relever son taux directeur, porté à 5,25 % en août dernier. La confirmation de la poursuite de la baisse de l'inflation qui, à 3,2 % à la fin 2024 deviendrait proche de la cible de politique monétaire (maintenir l'inflation autour de 2 %) ainsi qu'une croissance modérée accompagnée d'une hausse du chômage, conduiraient la Banque d'Angleterre à abaisser son taux directeur de façon graduelle pour l'amener à 4,50 à la fin de 2024. Compte tenu des délais de transmission de la politique monétaire, la hausse passée des taux d'intérêt freinerait la croissance britannique de 0,3 point cette année et de 0,9 point l'an prochain (voir la partie politique monétaire dans cette revue).

La consommation et l'investissement des administrations publiques ont récemment connu des fluctuations trimestrielles particulièrement heurtées. Nous faisons l'hypothèse que les dépenses publiques évolueraient en ligne avec ce qui était prévu dans le budget 2023, en l'absence d'informations sur les mesures qui pourraient être annoncées dans le prochain budget, le 22 novembre. La croissance de la consommation publique serait de 1,6 % cette année et de 2,2 % l'an prochain ; celle de l'investissement public respectivement de 7,7 % et 0,8 %.

Le budget 2023 (publié en mars dernier) prévoyait une hausse du PIB de 0,2 % pour l'exercice budgétaire 2023-2024 (qui débute en avril) et de 2,1 % pour 2024-2025 (après 1,4 % en 2022-2023). Le poids des recettes publiques dans le PIB augmenterait respectivement à 41,1 % et 41,4 % (après 40,7 %) tandis que celui des dépenses baisserait de 46,2 % à 44,6 % (après 46,8 %). Le déficit public serait donc de 5,1 % du PIB en 2023-2024, de 3,2 % en 2024-2025 (après 6,1 % en 2022-2023). L'impulsion budgétaire, mesurée comme la variation du solde primaire corrigé de la conjoncture serait, selon l'*Office for Budget Responsibility* (OBR), négative de 1 point en 2023-2024 et de 1,5 en 2024-2025, après -1,3 point en 2022-2023 : cela ferait trois années consécutives de restriction budgétaire, avec un effort budgétaire cumulé de 3,8 points. Précisons que l'écart de production serait, selon l'OBR, positif de 0,6 point en 2022-2023, et deviendrait négatif de 1,5 point en 2023-2024 et de -1 point en 2024-2025.

Côté dépenses, le gouvernement a mis en place un ensemble de mesures destinées à atténuer les effets des hausses de prix de l'énergie sur les ménages et les entreprises et à freiner l'inflation. Selon l'OBR (*Economic and Fiscal Outlook*, mars 2023), ces mesures représenteraient un montant cumulé de 78,2 milliards de livres en 2022-2023 et 2023-2024 (soit 1,5 point de PIB par an). Le coût budgétaire de ces mesures est financé pour un peu plus de la moitié par des prélèvements exceptionnels sur les entreprises productrices d'énergie.

Côté recettes, le gel des barèmes de l'impôt sur le revenu et des seuils de paiement des cotisations sociales représenterait un supplément de recettes de 12 milliards en 2023-2024 (0,5 point de PIB) et de 25 milliards en 2024-2025 (1 point de PIB). La hausse du taux d'imposition sur les sociétés de 19 % à 25 % en avril 2023 représenterait un supplément de recettes de 12 milliards en 2023-2024 et 16 milliards en 2024-2025. À cela s'ajouteraient 2 milliards par an du

fait de l'application du pilier 2 de l'accord de l'OCDE fixant un taux minimum de l'impôt sur les sociétés à 15 %. La hausse de l'imposition des entreprises serait cependant pour partie compensée par la mise en place d'une déduction fiscale sur les investissements à partir d'avril 2023 (-10 milliards par an).

Le déficit public, sous nos hypothèses de croissance, passerait de 4,7 % du PIB en 2022 à 3,5 % en 2023 et 2,8 % en 2024. La dette publique brute, de 101 % du PIB en 2022, augmenterait légèrement, à 104 % du PIB en 2024.

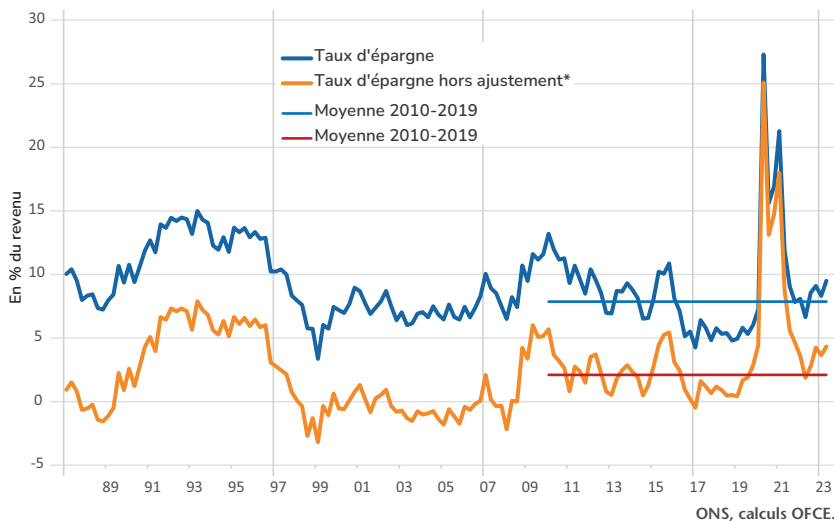
La croissance serait de 0,7 % cette année et de 0,9 % l'an prochain. Notre scénario comporte des risques à la baisse, avant tout celui d'une baisse des prix de l'immobilier qui pourrait être plus forte que prévu ainsi que le risque d'un nouveau durcissement de la politique monétaire si l'inflation, notamment dans les services, ne baissait pas. À l'inverse, la prochaine présentation du budget pourrait s'avérer moins restrictive que celle d'il y a six mois à l'approche des élections générales qui devront être organisées d'ici janvier 2025, et surtout les ménages pourraient décider de puiser davantage dans leur sur-épargne qu'ils ne l'ont fait jusqu'à présent.

Incertitudes autour de l'épargne des ménages

Le taux d'épargne des ménages était de 9,5 % au deuxième trimestre 2023, soit 1,6 point au-dessus de la moyenne des dix ans qui ont précédé le début de la crise Covid (graphique 5). Le taux d'épargne avait atteint un pic à 27,4 % au deuxième trimestre 2020, lorsque les restrictions sanitaires (confinements et mises à l'arrêt des activités) avaient conduit à une « épargne contrainte » du fait d'une « consommation empêchée ». Le taux d'épargne a diminué par la suite, jusqu'à un point bas de 6,6 % au deuxième trimestre 2022, pour remonter dès le trimestre suivant et fluctuer ensuite autour de 9 %. Les ménages britanniques sont donc loin d'avoir consommé la sur-épargne accumulée lors de la crise Covid. Au deuxième trimestre 2023, cette sur-épargne représentait 4 points de revenu par rapport au taux d'épargne moyen des années 2010-2019, ce qui est d'ailleurs dans la moyenne des grands pays industrialisés (voir le *policy brief de l'OFCE* n° 120 et la partie I.1. dans cette revue).

La sur-épargne des ménages constitue depuis plusieurs exercices un aléa à la hausse de notre prévision : pourquoi les ménages, au Royaume-Uni comme dans les autres grands pays, n'ont-ils pas

Graphique 5. Taux d'épargne au Royaume-Uni



* Taux d'épargne hors revenus attribués aux détenteurs de droits à pension et de parts de fonds d'investissement.

dépensé davantage à la sortie de la crise Covid alors que l'activité redémarrait et que les tensions sur les marchés du travail étaient élevées, avec des taux de chômage faibles ? L'invasion russe en Ukraine et la hausse des prix des matières premières à partir de début de 2022 ont sans doute contribué à entretenir un comportement de précaution des ménages qui a freiné leur consommation. Le taux d'épargne peut aussi être resté plus élevé car les revenus des ménages les plus pauvres, dont la propension à consommer est plus élevée, ont été davantage touchés par l'accélération des prix que les revenus des ménages les plus riches, dont la propension à épargner est plus élevée.

Dans le cas du Royaume-Uni, on pourrait aussi penser à un effet lié aux fonds de pension. En effet, les revenus des ménages comprennent, au sens de la comptabilité nationale, les revenus attribués aux détenteurs de droits à pension et aux détenteurs de parts de fonds d'investissement, même si ces montants ne sont pas effectivement distribués aux ménages. Ce poste constitue une partie non négligeable des revenus au Royaume-Uni où les fonds de pension ont un poids important dans le système de retraite. Si l'on exclut ces revenus, le taux d'épargne des ménages n'est plus que de 4,3 % au deuxième trimestre 2023 (au lieu de 9,5 %), où il se trouve 2,1 points au-dessus de sa moyenne 2010-2019. Exclure le poste des revenus des droits à fonds de pension ne permet donc pas de réduire la sur-épargne.

La hausse de l'inflation et la baisse des prix des actifs boursiers et immobiliers, pourraient avoir incité les ménages à épargner davantage pour maintenir leur richesse réelle. Au Royaume-Uni, les études économétriques mettaient traditionnellement en évidence, avant la crise Covid, des effets richesse sur la consommation des ménages. Ainsi, Barrell *et al.* (2015)⁵ estiment sur la période 1972-2012, qui a l'avantage d'inclure la crise financière de 2007, une propension marginale à consommer la richesse financière nette et la richesse immobilière des ménages de l'ordre de 0,02 à 0,03, ce qui est en ligne avec la littérature dont ils présentent d'ailleurs une revue dans leur article.

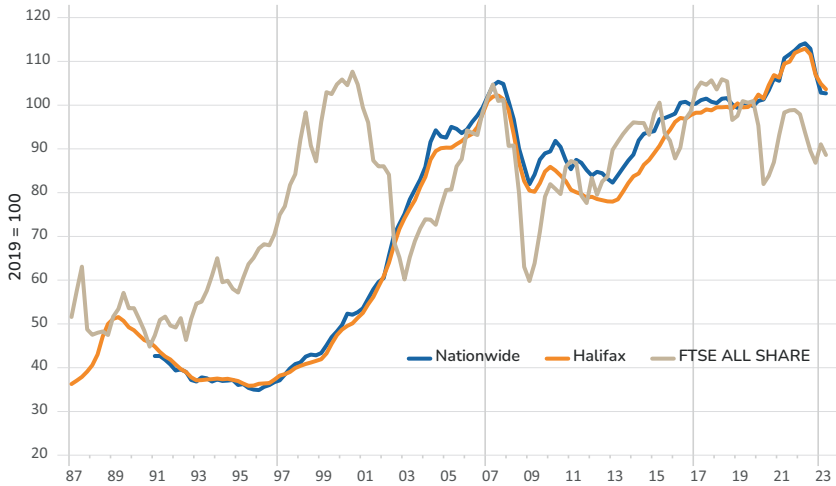
Les prix de l'immobilier ont beaucoup augmenté au Royaume-Uni du milieu des années 1990 à juin 2022, où ils ont été multipliés par deux en termes réels (déflatés par le déflateur de la consommation des ménages), malgré une baisse lors de la crise financière de 2007 (graphique 6). Ils avaient d'ailleurs continué à augmenter pendant la crise Covid pour atteindre un record en juin 2022. Ils ont alors commencé à baisser, de 4,1 % pour l'indice *Nationwide*, de 2,3 % pour l'indice *Halifax*, soit une baisse de l'ordre de 10 % en termes réels. Les cours boursiers avaient pour leur part chuté au début de la crise Covid, avant de retrouver début 2022 leur niveau d'avant-crise. Ils ont baissé depuis d'environ 10 %, comme les prix des actifs immobiliers.

La richesse nette totale des ménages représentait plus de 7 fois leur revenu annuel en 2019, ce qui constituait déjà un niveau historiquement élevé. Elle en représentait 8 fois le revenu en 2021, un niveau record, sous l'effet de la poursuite de l'augmentation du patrimoine non financier. À partir de 2022, la richesse nette a commencé à baisser relativement au revenu. La baisse s'est poursuivie au premier semestre 2023 pour la richesse financière nette (les dernières données portant sur la richesse non financière s'arrêtant en 2022). Précisons que l'endettement des ménages, qui représentait 140 % du revenu en 2020, a baissé à 130 % en 2022.

À titre illustratif, une baisse de 10 % de la richesse financière nette des ménages (estimée à 4 653 milliards de livres en 2022, selon les dernières données de l'ONS), aurait un impact de -0,9 % sur la consommation des ménages, en retenant une propension marginale à consommer de 0,03.

5. Ray Barrell, Mauro Costantini, Iris Meco, 2015, « Housing wealth, financial wealth, and consumption: New evidence for Italy and the UK », *International Review of Financial Analysis*, volume 42, pp. 316-323.

Graphique 6. Cours boursiers et prix immobiliers au Royaume-Uni *



ONS, Refinitiv Eikon, calculs OFCE.

* déflatés par le déflateur de la consommation des ménages.

La baisse récente des prix des actifs nous conduit à inscrire une légère remontée du taux d'épargne dans notre prévision à l'horizon de la fin 2023 (où le taux d'épargne serait de près de 10 %). En 2024, en supposant que la baisse des prix de l'immobilier se poursuive de façon modérée et que les prix des actifs boursiers se redressent légèrement, il n'y aurait plus d'effet richesse négatif. Les ménages pourraient puiser dans leur sur-épargne, pour consommer davantage. La situation est cependant particulière à la suite de la crise Covid avec une sur-épargne et des niveaux de patrimoine exceptionnellement élevés, ce qui est susceptible d'atténuer la sensibilité des ménages à une baisse des prix des actifs. Mais en tout état de cause, une chute plus forte des prix des actifs immobiliers et une baisse des prix des actifs boursiers constituent un risque à la baisse de notre prévision.

Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

	2023				2024				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	4,3	0,7	0,9
PIB par habitant	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	3,4	0,2	0,4
Consommation des ménages ¹	0,7	0,4	0,5	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	5,2	1,0	1,5
Consommation publique	-1,2	2,5	3,5	-0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	2,5	1,6	2,2
FBCF totale ² dont :	2,5	0,8	-2,5	0,1	0,4	0,4	0,3	0,3	7,9	2,5	-0,1
<i>Productive privée</i>	4,0	4,1	-5,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	9,6	5,2	0,9
<i>Logement</i>	-2,0	-2,5	-2,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	10,1	-3,9	-3,2
<i>Administrations publiques</i>	5,2	-4,4	5,0	0,9	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9	0,7	7,7	0,8
Exportations de biens et services	-6,4	-0,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	8,6	-0,4	1,7
Importations de biens et services	-1,8	2,2	1,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	14,1	-0,1	3,4
<i>Contributions :</i>											
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,9	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	5,1	1,4	1,4
Variations de stocks	1,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	-0,6	0,1
Commerce extérieur	-1,6	-1,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,7	-0,1	-0,6
Prix à la consommation (IPCH) ³	10,2	8,4	5,7	4,1	3,5	2,8	3,2	3,2	9,1	7,0	3,2
Taux de chômage ⁴	3,9	4,2	4,3	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	3,7	4,2	4,8
Solde public ⁵ , en % du PIB									-4,7	-3,5	-2,8
Dettes publiques, en % du PIB									101	103	104
Impulsion budgétaire, en points de PIB									-3,2	-0,8	-0,7
PIB zone euro	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	3,4	0,5	1,0

ONS (Quarterly National Accounts, Quarter 2 2023, 29 septembre 2023), Prévision OFCE octobre 2023.

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 du BIT. 5. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS.