

Royaume-Uni : l'annonce d'une embellie¹

L'économie britannique est entrée en récession au second semestre 2023, selon la définition technique de deux trimestres consécutifs de baisse d'activité : le PIB a baissé de 0,1 % au troisième trimestre et de 0,3 % au quatrième trimestre. Au début 2024, les indicateurs conjoncturels signalent cependant un léger rebond de l'activité. L'inflation, mesurée en termes d'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), n'était plus que de 3,4 % sur un an en février, contre 11 % en octobre 2022. Elle reviendrait à 2 %, soit au niveau de la cible d'inflation de la Banque d'Angleterre, au deuxième trimestre.

Cela conduirait la Banque d'Angleterre à abaisser son taux directeur à partir de l'été, d'autant plus que les tensions sur le marché du travail se sont allégées au cours des derniers mois, comme en témoignent les offres d'emplois non satisfaites qui, après avoir atteint un pic à 1,3 million en mai 2022, avaient baissé à 930 000 en décembre 2023, éloignant le risque d'un enclenchement d'une boucle prix-salaire. Alors que la politique monétaire s'assouplirait, la politique budgétaire serait restrictive à l'horizon de la fin 2025. La demande intérieure redémarrerait à partir du deuxième trimestre 2024, la consommation des ménages étant soutenue par les gains de pouvoir d'achat résultant du ralentissement de la hausse des prix, ainsi que par une baisse du taux d'épargne, tandis que la demande extérieure resterait peu porteuse. La croissance du PIB serait de 0,3 % seulement en 2024, du fait d'un acquis négatif (après 0,1 % en 2023) et de 1,4 % en 2025. Notre scénario est celui d'une embellie, qui serait cependant soumise à de nombreuses incertitudes. Parmi elles, citons celles qui entourent les baisses à venir du taux directeur de la Banque d'Angleterre, ainsi que l'évolution du taux d'épargne des ménages, qui reste jusqu'à présent supérieur à son niveau d'avant la crise Covid.

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

La croissance sur un fil

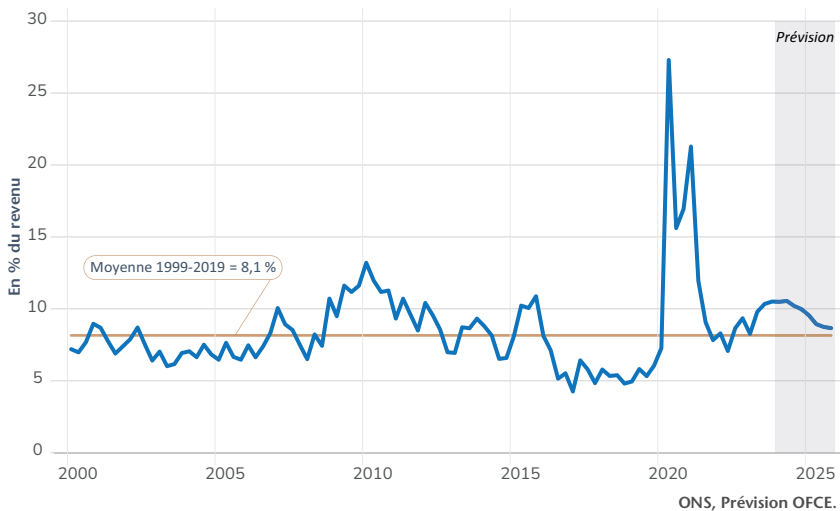
Le Royaume-Uni a connu une hausse des prix plus forte que la plupart des autres grands pays industrialisés en 2022-2023, principalement du fait d'une hausse plus élevée des prix de l'énergie, amplifiée par la mise en place tardive de boucliers tarifaires. La hausse des prix à la consommation, qui n'était de 0,5 % sur un an à l'automne 2020, a ainsi dépassé 5 % fin 2021, pour atteindre 11 % à l'automne 2022. Les 14 relèvements du taux directeur de la Banque d'Angleterre, de 0,1 % en novembre 2021 à 5,25 % en août 2023, destinés à ramener l'inflation vers 2 %, dans une économie sortie de la crise Covid avec un taux de chômage faible et des tensions sur le marché du travail, ont freiné l'activité, alors que le soutien budgétaire s'amenuisait.

Activité en repli

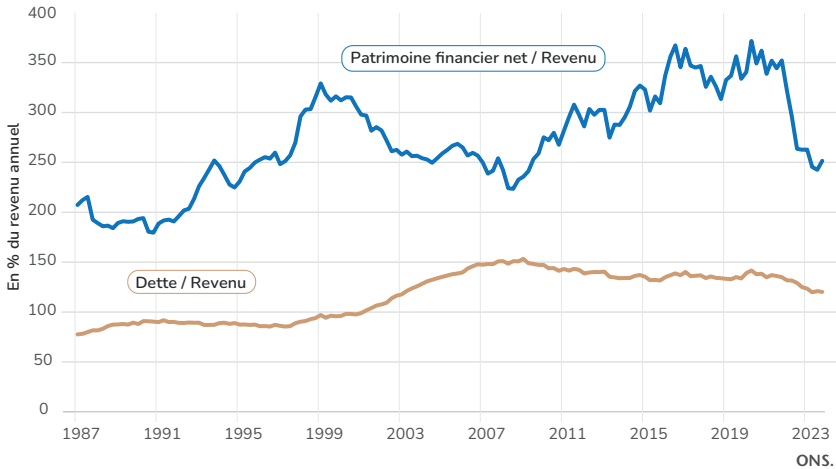
Après un fort rebond à la sortie de la crise Covid, le PIB britannique s'est stabilisé au début de 2022. En 2023, le PIB n'a augmenté que de 0,2 % au premier trimestre, est resté stable au deuxième avant de baisser de 0,1 % au troisième et de 0,3 % au quatrième trimestres, conduisant à un acquis de croissance de -0,3 % pour 2024. Au second semestre 2023, la consommation des ménages a été le principal frein à la croissance (baissant respectivement de 0,9 % et de 0,1 %, tableau annexe). L'investissement des entreprises privées s'est aussi replié. Cela était attendu, depuis l'annonce, à compter du 1^{er} avril 2023, de l'arrêt des déductions fiscales sur les investissements, qui avaient été mises en place en avril 2021, pour relancer l'investissement des entreprises à la sortie de la crise Covid. L'investissement en logement des ménages a continué de baisser, sous l'effet de la hausse des coûts d'emprunt résultant de la hausse des taux d'intérêt, dans un marché immobilier où les prix avaient atteint des niveaux historiquement élevés en 2022, avant de commencer à se replier. Au total, la demande intérieure privée hors stocks a contribué à baisser la croissance de 0,9 point au second semestre, tandis que la consommation publique et l'investissement public contribuaient à hauteur de 0,6 point. La demande intérieure hors stocks aura donc contribué à réduire la croissance de 0,3 point au second semestre, auquel s'est ajouté -0,1 point de variations de stocks. Le recul de la demande intérieure a entraîné une baisse un peu plus prononcée des importations. Cette baisse s'est avérée plus forte que celle des exportations, conduisant à une contribution du commerce extérieur légèrement positive de près de 0,2 point.

En 2023, les ménages britanniques ont de nouveau augmenté leur taux d'épargne, de 1,2 point entre le quatrième trimestre 2022 et le quatrième trimestre 2023 pour le porter à 10,5 % (graphique 1). En moyenne sur l'année, la consommation des ménages n'a augmenté que de 0,5 % en volume, alors que le revenu des ménages augmentait de 1,8 % en termes réels. Jusqu'au printemps 2023, l'accélération de l'inflation avait certes conduit à une baisse des salaires réels, mais cela n'était plus le cas en fin d'année. En moyenne sur l'année, les rémunérations ont contribué à une hausse des revenus de 1,3 point en termes réels (dont 1,1 point pour les seuls revenus des entrepreneurs individuels), les impôts contribuant à baisser le revenu de 0,7 point (en l'absence de relèvement des tranches du barème de l'impôt sur le revenu), et les prestations sociales nettes à l'augmenter de 1,2 point (la plupart des prestations ayant été revalorisées). Les ménages ont augmenté leur taux d'épargne, dans une situation de ralentissement de l'activité, d'accélération de l'inflation et de hausse des taux d'intérêt nominaux. Ils ont sans doute aussi cherché à compenser les effets de l'inflation sur l'érosion de leur patrimoine financier : celui-ci représentait 350 fois leur revenu annuel en 2021, mais 250 seulement en 2023, soit un ratio proche du précédent point bas atteint lors de la crise financière de 2007 (graphique 2).

Graphique 1. Taux d'épargne des ménages



Graphique 2. Patrimoine financier des ménages



Marché du travail : un allègement des tensions

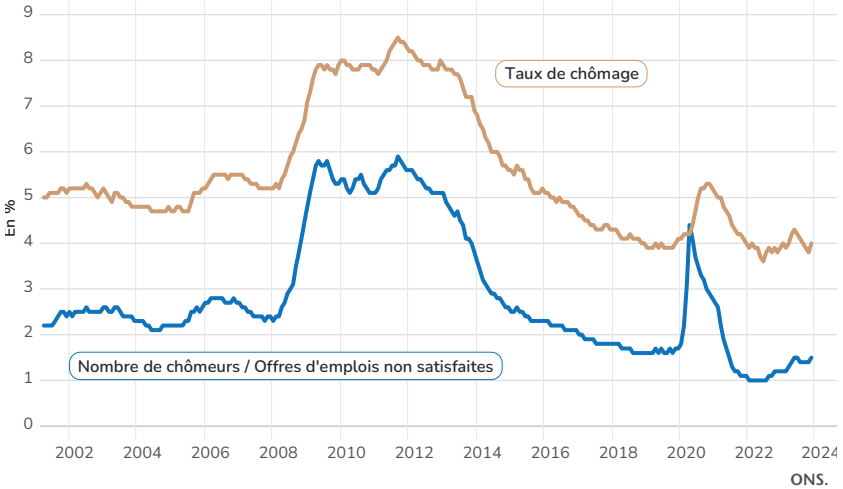
Le Royaume-Uni était entré dans la crise Covid avec un faible taux de chômage, de 4 % seulement (au sens du BIT). Le taux d'activité avait atteint un point haut à plus de 64 % et le nombre d'offres d'emplois non satisfaites était plus élevé qu'au cours des vingt années précédentes, à 800 000, soit un ratio de 1,6 pour le nombre de chômeurs rapporté aux offres d'emplois non satisfaites (graphique 3). Les dispositifs de maintien dans l'emploi mis en place pendant la crise Covid ont permis de limiter la hausse du taux de chômage, qui est ensuite rapidement revenu à près de 4 %.² Le taux d'activité a baissé d'un point pour fluctuer autour de 63 %, reflétant en partie des retraits du marché du travail à la sortie de la crise Covid pour des raisons de santé (Covid longs).

Les offres d'emplois non satisfaites ont fortement augmenté à la sortie de la crise Covid, pour atteindre un pic à 1,3 million au printemps 2022, mais elles ont nettement baissé ensuite, à 900 000 à la fin de 2023, une situation restant cependant plus tendue, en termes de nombre de chômeurs rapporté à ces offres, qu'avant le début de la crise Covid.

2. Précisons que l'analyse du marché du travail est devenue délicate au cours des derniers mois, du fait des difficultés rencontrées par l'ONS dans la collecte de l'enquête sur les forces de travail (les faibles taux de réponse depuis la sortie de la crise Covid ayant conduit l'ONS à suspendre la publication de l'ensemble des résultats de l'enquête en octobre dernier et à entreprendre une refonte du système de collecte).

A l'été 2023, le cycle de productivité ne s'était pas complètement refermé, au regard d'une tendance de longue période de 0,89 % par an. Les créations d'emplois ont marqué le pas, progressant de 0,3 % sur un an en glissement, soit légèrement plus que le PIB (0,2 %).

Graphique 3. Indicateurs de tensions sur le marché du travail



Les salaires horaires moyens avaient accéléré en termes nominaux en 2023, passant d'une hausse de 6,5 % sur un an en début d'année à 8,5 % sur un an à l'été, mais nettement moins rapidement que les prix à la consommation. Ils ont ralenti depuis et étaient en hausse de 5,6 % sur un an en janvier 2024. Corrigés de l'inflation, les salaires étaient en baisse de 2,7 % sur un an en début d'année 2023 et en hausse de 1,5 % sur un an en janvier 2024. 2023 a été une année de revalorisations des rémunérations dans le secteur public, visant à rattraper partiellement les retards pris au fil des ans par rapport aux rémunérations du secteur privé, ce alors que l'inflation accélérail.

Par ailleurs, le gouvernement a annoncé une hausse de 9,8 % du salaire minimum horaire adulte à compter du 1^{er} avril 2024, ce qui devrait porter ce salaire à 66 % du salaire médian cet automne, conformément à l'objectif fixé en 2019 (encadré). Cet objectif, qui vise à ce que le « travail paie », fait l'objet d'un large consensus. Pour 2025, le gouvernement souhaite que le taux adulte soit maintenu à 66 % du salaire médian.

Encadré. Salaire minimum des adultes, objectif 66 % du salaire médian atteint

Le 1^{er} avril 2024, le salaire minimum horaire des adultes de plus de 21 ans (*National Living Wage, NLW*) a été porté à 11,44 livres, soit une hausse de 9,8 %. Au Royaume-Uni, le salaire minimum est revalorisé chaque année par le gouvernement, selon les recommandations de la *Low Pay Commission* (LPC), commission paritaire comprenant des représentants des salariés, des employeurs, ainsi que des experts. Depuis 2019, le gouvernement a donné pour mandat à la *Low Pay Commission* de proposer des évolutions annuelles du NLW permettant à celui-ci d'atteindre 66 % du salaire médian en octobre 2024. Cet objectif est en passe d'être atteint.

Ainsi, le salaire minimum, qui avait été mis en place pour la première fois au Royaume-Uni par le New Labour, à la suite de son élection en 1997, se trouve désormais, du moins pour le taux adulte, et suite aux objectifs fixés par des gouvernements conservateurs, parmi les plus élevés de l'OCDE.

Le gouvernement a modifié le mandat de la *Low Pay Commission* cette année : l'objectif de 66 % du salaire médian étant atteint pour le taux adulte, la LPC devra en octobre prochain proposer un taux qui maintienne le salaire minimum adulte à 66 % du salaire médian en avril 2025. La LPC, remarquant que l'écart entre les taux jeunes et le taux adulte s'est accru au fil du temps, considère qu'il faudrait proposer des hausses pour les taux « jeunes » qui permettent de réduire ses écarts en veillant, comme précédemment, à limiter les impacts négatifs que ces hausses pourraient avoir sur l'emploi de ces tranches d'âge. Actuellement, le salaire minimum est de 6,40 £ pour les apprentis et les 16-17 ans (il a augmenté de 21,2 % au 1^{er} avril) et de 8,60 £ pour les 18-20 ans (+14,8 %). La LPC considère qu'il pourrait être envisagé d'abaisser l'âge minimum du taux adulte à 18 ans, sans nuire à l'emploi des 18-20 ans, si le salaire médian de cette tranche d'âge continue à augmenter plus rapidement que le salaire minimum (voir : « *The National Minimum Wage Beyond 2024, A report by the Low Pay Commission* », mars 2024)

Malgré une revalorisation plus rapide du taux adulte que du salaire moyen au cours des dernières années, les emplois au salaire minimum ne représentaient en 2023 qu'un peu plus de 6 % de l'emploi total, contre 8 % avant le début de la crise Covid. Ceci pouvant s'expliquer, selon la *Low Pay Commission* par les tensions présentes sur le marché du travail (voir : *National Minimum Wage, Low Pay Commission Report 2023*, mars 2024).

Prévisions 2024/2025 : Une embellie

Policy-mix

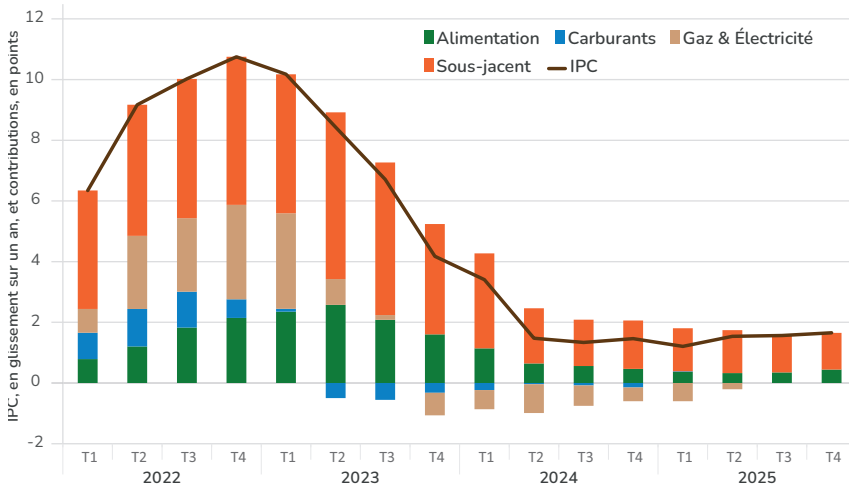
L'inflation, mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé, avait atteint un pic à 11,1 % sur un an en octobre 2022, sous l'effet de la hausse de prix de l'énergie et de l'alimentation (graphique 3). Elle a ralenti depuis, initialement sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie et de l'alimentation. L'inflation sous-jacente, après avoir atteint un pic à 7,1 % sur un an en mai 2023 (alors qu'elle n'était que de 1,1 % sur un an au premier trimestre 2021), a ralenti depuis et n'était plus que de 4,4 % en février 2024. La hausse des prix n'était alors que de 3,4 % sur un an.

La Banque d'Angleterre, dans son rapport paru en février dernier, prévoyait que l'inflation reviendrait à 2 % au deuxième trimestre. Ceci, associé au ralentissement de la hausse des salaires et à l'allègement des tensions sur le marché du travail pourrait la conduire à abaisser son taux de base à partir de l'été.

Notons cependant que les membres du Comité de politique monétaire (CPM) restent en grande majorité très prudents sur les perspectives de baisses de taux. Depuis qu'il a commencé à relever le taux de base à la fin de 2021, le CPM s'est en effet montré préoccupé du risque de l'enclenchement d'une boucle prix-salaire. Lors de sa réunion du 20 mars 2024, le CPM a indiqué qu'il serait prématuré de baisser les taux – 8 membres votant pour une stabilité du taux et 1 seul votant pour une baisse de 0,25 point. Pour la majorité des membres du CPM, la politique monétaire doit rester restrictive tant que l'inflation ne sera pas revenue à 2 %, bien que l'écart de production soit légèrement négatif (-0,25 point au premier trimestre 2024, selon la Banque d'Angleterre). Les membres du CPM observent le ralentissement de l'activité et l'allègement des tensions sur le marché du travail, mais ils relèvent que l'inflation dans les services est encore de 6,1%. Une seule membre, Swati Dhingra, a voté pour une baisse de 0,25 point lors de la réunion de février, mettant en avant le ralentissement déjà en cours et afin d'éviter un surajustement à la baisse de la croissance et de l'inflation, compte tenu des délais de transmission de la politique monétaire.

Selon notre scénario, la baisse du taux de base serait d'1,75 point à l'horizon de la fin 2025. L'activité resterait freinée cette année par l'effet des hausses de taux passées.

Graphique 4. Royaume-Uni : Contributions à l'évolution de l'inflation



ONS, calculs et prévisions OFCE.

La politique budgétaire a fortement soutenu l'activité pendant la crise Covid. Les dépenses budgétaires liées aux seules mesures Covid ont été de 7,7 points de PIB en 2020 et de 5,2 points en 2021. En 2022, elles auraient encore représenté 0,9 point de PIB auxquelles se sont ajoutées des mesures de soutien face à la hausse des prix de l'énergie de l'ordre de 1,3 point de PIB, soit un total de 2,1 points de PIB de mesures exceptionnelles. En 2023, l'ensemble de ces mesures représentait 1,8 point de PIB ; elles ont pris fin en 2024.

Le budget 2024, présenté en mars dernier, a mis en avant une nouvelle baisse des cotisations sociales salariés, de 2 points à partir d'avril, qui s'ajoutent à une baisse de 2 points en janvier 2024 du taux principal, ramené à 6 %, soit une baisse de plus de 10 milliards de livres en année pleine, représentant 0,5 point de revenu des ménages. Mais le budget comprend d'autres mesures qui freineront le revenu, dont l'absence d'indexation, comme l'an dernier, des tranches de l'impôt sur le revenu.

Au total, les dépenses publiques baisseraient de 45,3 % du PIB en 2022-2023 (exercice budgétaire débutant en avril) à 43,5 % du PIB en 2025-2026 ; tandis que les recettes augmenteraient de 40,3 % du PIB à 40,8 % du PIB. L'impulsion budgétaire cumulée serait de -2,3 points de PIB.

Nous avons retenu ces évolutions globales, même si elles seront sans doute modifiées à partir de 2025. Des élections générales doivent en effet se tenir d'ici janvier 2025, probablement à l'automne. Les Travailleurs font depuis des mois la course en tête dans les sondages, et pourraient l'emporter avec une majorité écrasante. L'orientation générale de la politique budgétaire en serait sans doute peu modifiée en 2025, les Travailleurs se disant déterminés à présenter un programme rigoureux en matière budgétaire.

Selon nos hypothèses de croissance, le déficit public serait, en termes calendaires, de l'ordre de 5,5 % du PIB en 2023 et reviendrait vers 3,8 % en 2025. La dette publique, proche de 100 % du PIB en 2023, approcherait 106 % du PIB en 2025.

Un certain redémarrage

Les indicateurs conjoncturels disponibles pour les premiers mois de 2024 suggèrent une légère amélioration de l'activité. Le PIB mensuel a affiché une hausse de 0,2 % sur un mois en janvier 2024. Les perspectives de production dans l'industrie se sont légèrement améliorées. Les ventes de détail, qui avaient chuté en fin 2023, se sont nettement redressées en janvier (+3,6 % sur un an), mais se sont stabilisées en février.

En 2024, la consommation des ménages pourrait dans un premier temps être soutenue par une progression plus forte du revenu - hausse des salaires réels du fait du ralentissement des prix et baisse du taux de cotisations sociales. La baisse des taux d'intérêt allégera ensuite le coût des emprunts, ce qui freinera la chute de l'investissement en logement, alors que les prix de l'immobilier semblent se stabiliser. Cependant, la remontée du taux de chômage, sous nos hypothèses de croissance, de légère remontée des taux d'activité et de gains de productivité horaire de près de 1 % en rythme annuel, ainsi que les incertitudes sur les perspectives de croissance et d'inflation, inciteraient les ménages à la prudence. Le taux d'épargne baisserait de 0,5 point en 2024 et atteindrait 10 % au quatrième trimestre, et continuerait de baisser en 2025, pour atteindre 9 % en fin d'année : la poursuite de la baisse de l'inflation, les baisses du taux directeur de la Banque d'Angleterre, la baisse des taux hypothécaires, déjà amorcée en septembre, réduiraient l'épargne des ménages et entameraient légèrement le stock de la sur-épargne accumulée au plus fort de la pandémie.

Les débouchés extérieurs resteraient limités pour les exportateurs britanniques, du fait d'une faible demande intérieure chez les principaux partenaires commerciaux de l'UE (Allemagne en tête) et de la poursuite de baisses tendancielle de parts de marché.

Le gouvernement de Rishi Sunak s'est félicité du passage de l'inflation en dessous de 5 %, indiquant que le premier objectif qu'il s'était donné, celui de ramener l'inflation de 10 % à 5 %, était atteint. Son deuxième objectif, celui du retour de la croissance semble s'amorcer. Mais il est peu probable que le bilan macroéconomique permette aux Conservateurs de se maintenir au pouvoir l'an prochain, après 13 ans à la tête du gouvernement britannique.

A1. Royaume-Uni : résumé des prévisions

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

	2024				2025				2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,1	0,3	1,4
PIB par habitant	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-0,7	-0,7	0,6
Consommation des ménages¹	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,5	1,6
Consommation publique	1,4	1,3	1,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	4,2	1,8
FBCF totale² dont :	-2,0	-1,1	-0,8	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	2,2	-3,5	0,1
<i>productive privée</i>	-1,5	-0,8	-0,8	0,3	0,4	0,6	0,8	0,8	5,5	-2,8	1,1
<i>logement</i>	-1,0	-0,8	-0,8	0,0	0,2	0,2	0,2	0,4	-6,1	-4,6	-0,1
<i>administrations publiques</i>	-4,5	-2,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	7,7	-3,3	-2,5
Exportations de biens et services	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,5	0,1	1,6
Importations de biens et services	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-1,5	0,0	1,6
Contributions											
Demande intérieure hors stocks	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,7	0,5	1,4
Variations de stocks	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	-0,2	0,0
Commerce extérieur	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0
Prix à la consommation (IPCH)³	3,4	1,5	1,3	1,5	1,2	1,5	1,6	1,7	7,3	1,9	1,5
Taux de chômage⁴	4,0	4,1	4,1	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	4,0	4,1	4,4
Solde public⁵, en % du PIB									-5,5	-4,7	-3,8
Dette publique, en % du PIB									100	104	106
Impulsion budgétaire, en points de PIB									1,4	-1,2	-1,1
PIB zone euro	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	1,5

ONS (Quarterly National Accounts, Quarter 4 2024, 28 mars 2024, Prévision OFCE avril 2024.

1. Y compris ISLSM. 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.

