ROYAUME-UNI : L'ÎLE MYSTÉRIEUSE

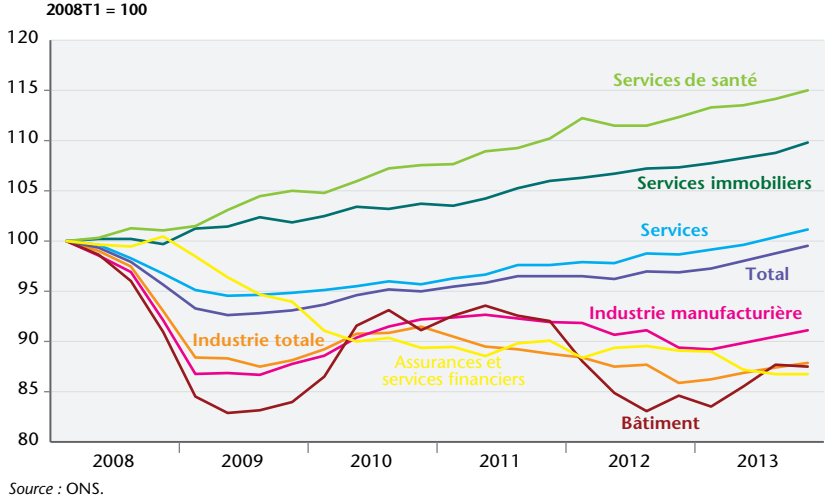
Catherine Mathieu
Département analyse et prévision

L'économie britannique est entrée dans une phase de reprise en 2013, la hausse du PIB accélérant de 0,2 % en glissement au quatrième trimestre 2012, à 2,7 % au quatrième trimestre 2013. En moyenne annuelle, le PIB a augmenté de 1,7 % en 2013 contre 0,3 % en 2012. Cette croissance intrigue de ce côté-ci de la Manche, en regard des performances de la zone euro (-0,4 % en 2013) ou de la France (0,3 %). L'accélération de la croissance britannique s'est accompagnée d'une baisse de 0,7 point du taux de chômage, de 7,9 % à la fin 2012 à 7,2 % à la fin 2013. L'inflation, mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé n'était plus que de 1,7 % en glissement sur un an en février 2014, contre 2,8 % un an plus tôt. La Banque d'Angleterre a poursuivi son soutien à l'activité en maintenant son taux directeur à 0,5 % et en laissant inchangées les mesures non conventionnelles. Le gouvernement garde le cap de la réduction de la dette et du déficit publics, ayant pour objectif de faire baisser le ratio de dette publique à partir de 2017-2018. En 2013, le déficit public au sens de Maastricht aurait été de 5,8 points de PIB, selon les comptes nationaux parus le 29 mars, et la dette publique aurait été de l'ordre de 91 points de PIB à la fin 2013. Les taux d'intérêt publics à long terme restent à des niveaux très faibles, même s'ils ont augmenté d'un point en 2013, parallèlement à l'amélioration de la croissance, pour atteindre 3 % en fin d'année, avant de redescendre à 2,7 % en mars. De fait, les taux britanniques sont depuis 2010 quasiment identiques à ceux des États-Unis, et supérieurs à ceux de l'Allemagne (1,6 % fin mars). Les indicateurs conjoncturels suggèrent la poursuite de la croissance au premier semestre 2014. À l'horizon 2015, la question est de savoir si l'investissement des entreprises prendra bien le relais de la consommation des ménages, qui a jusqu'à présent tiré la reprise, alors que l'on ne peut guère attendre de soutien du côté de la politique budgétaire ou des exportations.

Signaux conjoncturels : poursuite de la croissance

La croissance de l'économie britannique en 2013 semble certes flatteuse au regard de ce qui se passe dans le même temps dans la zone euro. Mais elle est du même ordre qu'aux États-Unis par exemple, et surtout il ne faut pas oublier que le PIB britannique n'avait pas encore rejoint son niveau d'avant crise à la fin 2013 (graphique 1). Entre le premier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009, le PIB britannique avait baissé de 7 points, et le fait que cette perte n'ait pas été effacée quatre ans plus tard, constitue une sortie de crise particulièrement lente au regard des crises précédentes. Le 'rattrapage' en termes de PIB recouvre par ailleurs des évolutions sectorielles très disparates. Ainsi, considérons les services (78 % du total de la valeur ajoutée en 2010) où la valeur ajoutée a rejoint son niveau d'avant crise au deuxième trimestre 2013 : les services de la santé (7,5 % de la valeur ajoutée) ont « échappé » à l'austérité budgétaire, et ce sont ceux qui ont connu la plus forte hausse de valeur ajoutée depuis le début de crise : + de 15 points à la fin 2013 ; ils sont suivis des services immobiliers (10 % de la valeur ajoutée, et une hausse de plus de 10 points sur la période). Par contre, la valeur ajoutée dans les services financiers et d'assurance (9,5 % de la valeur ajoutée) ne fait que se stabiliser à la fin 2013, et est inférieure de 13 points à son niveau d'avant crise. Dans le bâtiment (6,3 % de la valeur ajoutée), la valeur ajoutée reste aussi très en deçà de son niveau d'avant crise, bien que l'activité soit repartie à la hausse depuis le début 2013.

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



Source : ONS.

Dans l'industrie, la production a enfin recommencé à croître en 2013, mais la valeur ajoutée restait, à la fin 2013, 7 points inférieure à son niveau d'avant crise. Les enquêtes auprès des industriels continuent de signaler une hausse de la production au premier semestre 2014. Néanmoins, alors que les perspectives de production restent bien orientées, les opinions des industriels sur leurs carnets de commande, surtout à l'exportation, se tassent depuis le début de l'année. Du côté des ménages, la confiance continue de s'améliorer et les ventes de détail en volume sont en hausse 3 % en glissement sur un an en mars. Au total, les indicateurs conjoncturels disponibles à la fin mars suggèrent la poursuite de la croissance au premier semestre 2014 à des rythmes similaires ceux des trimestres précédents.

Politique économique : vraies mesures et écrans de fumée

À son arrivée au pouvoir en 2010, le gouvernement issu de la coalition des conservateurs et des libéraux a mis en place une politique budgétaire restrictive, laissant à la Banque d'Angleterre la tâche de faire redémarrer l'économie. Tandis que le gouvernement proclamait haut et fort que sa priorité était la réduction des déficits et de la dette publique, la Banque d'Angleterre déployait des moyens exceptionnels pour faire redémarrer la croissance.

Le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre avait abaissé très rapidement son taux de base à 0,5 % au début de la crise et l'a laissé inchangé depuis ; il a ensuite mis en place une politique non conventionnelle d'achats d'actifs (portant ceux-ci progressivement à 375 milliards de livres). Depuis août dernier, le CPM a pris en compte une 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 de l'été 2013, ceci ne devait pas se produire d'ici 2015. En fait, la baisse du taux de chômage a été plus rapide, puisque l'on arrive déjà à un niveau proche de 7 % (7,2 % à la fin 2013). Mais l'inflation est en net ralentissement, à 1,7 % seulement en février contre 2,8 % il y a un an. L'inflation est d'ailleurs passée en dessous de la cible de la politique monétaire (2 %, dans une fourchette de +1/-1 %) et selon les prévisions de la Banque d'Angleterre restera proche de 2 % 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.

Les taux d'intérêt publics à long terme restent à des niveaux très faibles, même s'ils ont augmenté d'un point en 2013, parallèlement à l'amélioration de la croissance, pour atteindre 3 % en fin d'année dernière, avant de redescendre à 2,7 % en mars. De fait, les taux britanniques sont depuis 2010 quasiment identiques à ceux des États-Unis, et supérieurs à ceux de l'Allemagne (1,6 % fin mars). Ces hausses de taux nominaux ont reflété une normalisation sur des marchés obligataires historiquement bas, ce qui est d'ailleurs vrai aussi en termes réels. La remontée parallèle des taux d'intérêt dans la période récente aux États-Unis et au Royaume-Uni s'est en produite alors que les perspectives de croissance sont plus fortes dans ces deux pays que dans la zone euro prise dans son ensemble. Le ralentissement de l'inflation et les perspectives de croissance modérée devraient maintenir les taux longs britanniques à des niveaux faibles à l'horizon 2015.

La politique budgétaire garde le cap de la réduction du déficit et de la dette publics. Selon le budget 2014, présenté le 20 mars dernier, la dette publique baisserait à partir de 2017, la réduction du déficit devant se faire principalement par la baisse des dépenses, qui serait marquée à partir de 2015. Le détail des mesures de baisses des dépenses n'est pas connu, et c'est dans ce sens que l'on peut se demander à quel point elles seront mises en place, ou constituent pour le moment un écran de fumée. 2015 sera d'ailleurs une année électorale, et le programme de baisse des dépenses actuellement annoncé à l'horizon des cinq prochaines années est donc susceptible d'être revu. Pour ce qui concerne notre horizon de prévision : la consommation des administrations publiques n'augmenterait que de 1,2 % en volume cette année (après 0,9 % en 2013) et baisserait de 0,5 % en 2015 ; l'investissement public progresserait de 10,7 % cette année en volume (mais ceci fait suite à une baisse de 6 % en 2013) et de 5 % l'an prochain. La santé et l'éducation sont exclues des plans de réduction des dépenses, qui portent notamment sur les prestations sociales. Comme cela était inscrit dans le budget 2013, à compter du premier avril 2013, à l'exception notable des prestations retraite, les prestations ne sont revalorisées que de 1 % par an pendant trois ans, soit bien moins que l'inflation. Ce

changement de revalorisation permettrait une réduction des dépenses sociales d'environ 1,7 milliards en 2014-15 (0,1 point de PIB). Les prestations retraite sont revalorisées de 2,5 % par an.

La baisse du taux d'imposition des sociétés, annoncée dans les budgets précédents, portera le taux à 21 % en avril 2014 et 20 % en avril 2015 (soit des pertes de recettes de l'ordre de 800 millions par an). C'est un élément majeur de la stratégie de concurrence fiscale mise en place par le gouvernement britannique, qui souhaite amener le taux de l'IS au niveau le plus bas des pays du G20. Les cotisations employeurs sont allégées à partir d'avril 2014 (-1,2 milliard de livres, soit 0,08 point de PIB). Le budget 2014 annonce cependant une mesure en faveur des ménages, qui jouera en 2015-16 : le relèvement de l'abattement du seuil d'imposition sur les revenus, qui réduirait les recettes de 1,4 milliards de livres en 2015-16. Les mesures de lutte contre la fraude fiscale sont censées rapporter près de 300 millions de livres cette année et 1,3 milliard l'an prochain.

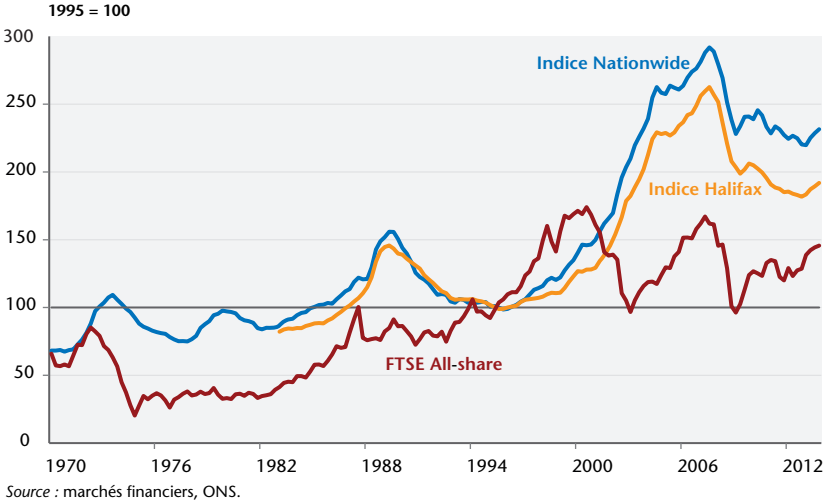
L'impulsion budgétaire serait de -0,9 point de PIB cette année et l'an prochain. Ceci, sous nos hypothèses de croissance, conduirait à un déficit public de 5,8 % du PIB en 2013, à 4,6 % cette année et 4 % l'an prochain.

Perspectives 2014-2015 : une reprise aux pieds d'argile

En 2013, la croissance a été portée par la consommation des ménages. Alors que le taux de chômage baissait, la hausse des salaires nominaux est restée faible, voisine de 1 % en rythme annuel et très inférieure à l'inflation (2,7 %). Mais les ménages ont soutenu leur consommation en abaissant leur taux d'épargne d'un point entre la fin 2012 et la fin 2013, pour l'amener à 5 points seulement. Cette baisse du taux d'épargne est à mettre en lien avec un effet richesse. En effet, le patrimoine net des ménages britanniques est resté historiquement élevé en dépit de la crise et représentait plus de 700 % du revenu annuel en 2013. Les prix de l'immobilier, qui avaient atteint des niveaux record avant la crise, ont peu baissé ensuite (graphique 2). Depuis le début 2013, ils recommencent à augmenter (soit une hausse de près de 10 % en douze mois au début de 2014). À cela s'ajoute la hausse des cours de bourse qui valorise le patrimoine financier des ménages. Par ailleurs, les ménages ont cessé de se désendetter au second semestre

2013. Leur endettement représente 136 % de leurs revenus annuels, contre 160 % au début de la crise. Nous avons fait l'hypothèse que les ménages continueraient de baisser leur taux d'épargne, de 5 % à la fin 2013 à 4 % à l'horizon 2015. Cette faiblesse du taux d'épargne et le niveau d'endettement élevé des ménages sont une première fragilité de la reprise.

Graphique 2. Évolution des prix des actifs



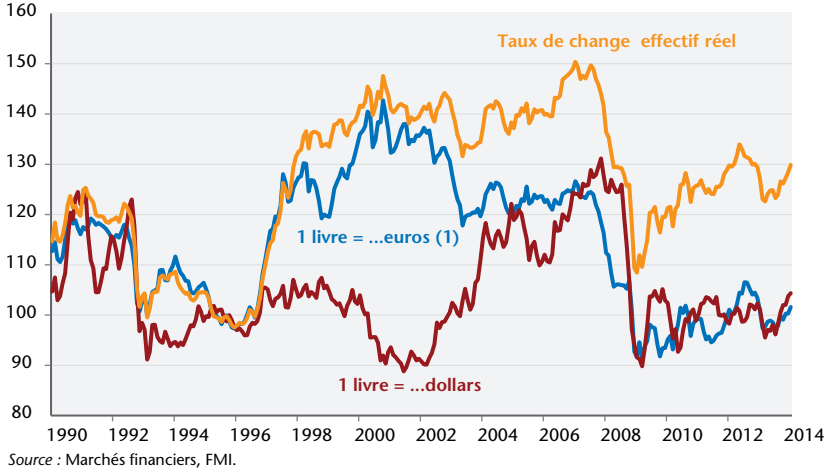
Source : marchés financiers, ONS.

La deuxième fragilité de la reprise britannique est l'investissement des entreprises. Jusqu'au deuxième trimestre 2013, le taux d'investissement des entreprises non financières était resté stable, au niveau particulièrement faible de 7 % du PIB (en volume comme en valeur). Dans la version des comptes nationaux parue le 27 mars dernier, apparaît une hausse de l'ordre de 2,5 % de la FBCF des entreprises au troisième comme au quatrième trimestre 2013. L'enquête trimestrielle sur les perspectives d'investissement dans l'industrie, parue en janvier 2014 signale aussi une hausse de l'investissement au cours des mois à venir. Le taux de marge (EBE/VA) des entreprises non financières a peu baissé pendant la crise et était d'environ 32 % de la valeur ajoutée en 2012. Etant donné les perspectives de demande à court terme et le faible niveau des taux d'intérêt, nous avons inscrit dans notre prévision une hausse du taux d'investissement à l'horizon de la fin 2015. Nous avons supposé que la productivité accélérait avec le retour de la crois-

sance. Mais, à ce jour, ce qui est appelé outre-Manche l'énigme de la productivité 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'a pas été révisée à la hausse au fil des nouvelles versions des comptes nationaux et le cycle de productivité reste dégradé, 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 par les salaires, ce qui est tout à fait inhabituel pour l'économie britannique.

La troisième fragilité de la croissance britannique est du côté des exportations. D'une part les exportateurs britanniques exportent principalement vers la zone euro, peu porteur en termes de demande, du fait des piètres performances en termes de croissance, surtout depuis le début de la crise ; d'autre part, le taux de change effectif de la livre s'est apprécié au cours des derniers mois, d'environ 5 % en termes effectifs réels (graphique 3). Au début de 2014, la moitié de la dépréciation de 2007 est effacée, or ce n'est qu'après cette dépréciation que les exportateurs britanniques avaient cessé de perdre des parts de marché. Nous avons supposé que le taux de change de la livre resterait grosso modo constant, en termes nominaux comme réels, d'ici la fin 2015, ce qui se traduirait une légère érosion des parts de marché à l'exportation. Le solde des échanges de marchandises resterait largement déficitaire (d'environ

Graphique 3. Évolution des taux de change de la livre sterling



Source : Marchés financiers, FMI.

6 points de PIB), mais, en termes de solde extérieur, ceci resterait en partie compensé par la bonne tenue de l'excédent des services (environ 5 points de PIB).

La poursuite de la reprise britannique est donc fragile. Parmi les risques qui entourent notre prévision, la hausse récente des prix de l'immobilier est peut-être le plus important : une nouvelle bulle est-elle en formation ? L'endettement des ménages reste élevé et ceux-ci pourront-ils reprendre réamorcer un processus de désendettement tout en maintenant un rythme de consommation de l'ordre de 2 % cette année et l'an prochain ? Cela semble possible tant que les taux d'intérêt n'augmentent pas et que la désinflation se poursuit. L'absence de remontée des taux d'intérêt est aussi un élément clé de notre scénario d'augmentation de l'investissement des entreprises. Vu nos hypothèses d'environnement international, qui sont celles d'une croissance modérée chez les principaux partenaires commerciaux britanniques et du maintien de la livre à son niveau actuel, la croissance britannique serait de 2,7 % cette année et de 2 % l'an prochain.

Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013				2014				2015				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,4	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	1,7	2,7	2,0
PIB par tête	0,2	0,6	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,5	0,7	2,1	1,1
Consommation des ménages [1]	1,0	0,3	0,8	0,3	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	1,4	2,2	1,9	1,6
Consommation publique	-0,5	1,4	0,6	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	1,6	0,7	1,1	-0,4
FBCF totale [2] ***dont***	1,2	3,6	1,9	2,1	2,0	1,7	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9	1,2	-0,7	7,8	4,6
Productive privée	3,3	0,4	2,3	2,8	2,2	2,0	1,4	1,4	1,3	1,3	1,4	1,4	4,6	-1,4	8,3	5,3
Logement	1,8	5,8	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	-3,6	4,6	6,9	4,8
Publique	-7,7	12,7	0,5	0,9	2,1	1,5	1,0	0,1	0,1	0,3	0,6	0,6	-2,4	-7,1	7,9	1,8
Exportations de biens et services	-1,0	2,5	-1,9	2,8	0,5	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	1,7	1,0	3,8	3,9
Importations de biens et services	-2,4	2,3	1,5	-0,4	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	3,4	0,5	3,1	3,0
Variations de stocks, en points de PIB	0,4	0,2	1,3	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,6	0,6	0,0
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,6	1,0	0,9	0,5	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	1,4	1,5	2,6	1,6
Variations de stocks	-0,7	-0,2	1,1	-0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,3	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,5	0,0	-1,1	1,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,5	0,2	0,2	0,3
Prix à la consommation [3]	2,8	2,7	2,8	2,1	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	2,8	2,6	1,9	1,8
Taux de chômage, au sens du BIT	7,8	7,8	7,6	7,2	7,1	7,0	6,8	6,7	6,6	6,5	6,5	6,4	7,9	7,6	6,9	6,6
Solde courant, en points de PIB	-3,2		-5,5		-4,3		-4,3		-4,0		-4,0		-3,8	-4,7	-4,3	-4,0
Solde public [4]**, en points de PIB**													-6,2	-5,8	-4,6	-4,0
Impulsion budgétaire													-1,0	-0,6	-0,9	-0,9
PIB zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	1,3	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. En 2013, la prise en compte de l'APF réduit le déficit de 0,4 point de PIB.

Sources : ONS (*Quarterly National Accounts, Q2 2013*, 27 mars 2014), prévision OFCE avril 2014.