

Royaume-Uni : la fin d'un modèle *

Le ralentissement de l'économie britannique, amorcé à l'automne 2007, s'est accentué depuis : le PIB n'affichait plus qu'une hausse de 1,5 % en glissement sur un an au deuxième trimestre, au lieu de 3,3 % un an plus tôt. À la crise bancaire, est venue s'ajouter à partir du printemps une vive accélération de l'inflation importée, sous le double effet de la hausse des prix des matières premières exprimés en dollars et de la dépréciation de la livre sterling. L'inflation rogne le pouvoir d'achat des ménages, qui voient par ailleurs la valeur de leurs actifs financiers et immobiliers chuter, alors que leur taux d'endettement est au plus haut et leur taux d'épargne au plus bas. La politique budgétaire ne peut guère apporter de soutien, sauf à briser les règles établies par Gordon Brown en 1997. La Banque d'Angleterre peut difficilement baisser son taux directeur tant que l'inflation ne ralentit pas. Les perspectives de croissance ne sont guère meilleures chez les principaux partenaires économiques du Royaume-Uni. L'éclatement de la crise financière a sonné la fin de seize ans de croissance ininterrompue et de faible inflation.

Climat conjoncturel : dégradation générale

Selon les comptes nationaux publiés le 30 septembre, le PIB n'a augmenté que de 0,3 % au premier trimestre et a stagné au deuxième (tableau). La consommation des ménages est restée soutenue jusqu'au premier trimestre et a légèrement baissé au deuxième. L'investissement des entreprises s'est replié au premier semestre tandis que la chute de l'investissement en logement se poursuivait. Les exportations ont peu progressé, tandis qu'un déstockage important s'opérait au premier trimestre. Le ralentissement est en cours dans tous les secteurs d'activité : services financiers et aux entreprises (3,2 % de croissance seulement en glissement sur un an au deuxième trimestre 2008), bâtiment (2 %), mais aussi dans des secteurs moins directement exposés à la crise bancaire et au retournement du marché de l'immobilier, tels que l'industrie manufacturière (-0,9 %) et l'hôtellerie-restauration (-2,3 %).

Les indicateurs conjoncturels suggèrent la poursuite du ralentissement au second semestre 2008. La production manufacturière était en baisse de 1,9 % sur un an en août, les opinions des industriels n'ont cessé de se dégrader depuis le printemps, que ce soit en matière de perspectives de production, carnets de commande intérieurs et à l'exportation ou de perspectives d'investissement. Du côté des ménages, l'indice de confiance a connu une chute vertigineuse rejoignant les niveaux atteints lors de la crise du début des années 1990. La progression de l'indice des ventes de détail, au-delà de ses fluctuations mensuelles très erratiques, n'était plus que sur un rythme annuel de 2 % en volume contre 6 % en début d'année. Au total, la croissance du PIB serait légèrement négative, de l'ordre de -0,2 % aux troisième et quatrième trimestres¹.

* Cette fiche pays a été établie sous l'hypothèse d'un retour des marchés financiers aux conditions d'avant le 16 septembre 2008. Dans le cas d'un dérèglement persistant et massif des marchés financiers, scénario développé en détail dans la partie « Perspectives 2008-2009 pour l'économie mondiale », la croissance pour le Royaume-Uni serait de -0,8 % en 2009.

Politique économique : peu de marges de manœuvre

L'inflation, mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), avait atteint un point bas à l'été 2007 en s'établissant à 1,7 % en glissement sur un an. Mais elle a accéléré à partir du printemps, atteignant 3 % en avril, soit le haut de la cible de la politique monétaire et 4,7 % en août². La hausse des prix reflète, comme ailleurs dans le monde, celle des prix des matières premières énergétiques et alimentaires mais la dépréciation de la livre sterling est venue amplifier le phénomène. Depuis l'été 2007, la devise britannique a perdu plus de 15 % par rapport à l'euro, 9 % par rapport au dollar américain et 13 % en termes de taux de change effectif réel.

Cet assouplissement des conditions monétaires externes est particulièrement bienvenu pour les exportateurs, dont les parts de marché n'avaient cessé de baisser au cours des dix dernières années de maintien de la livre à un niveau historiquement élevé. Mais la baisse de la livre a éloigné les perspectives de baisses du taux directeur de la Banque d'Angleterre. Face au ralentissement anticipé de la croissance, la Banque d'Angleterre avait diminué son taux de base de 0,25 point en décembre dernier, puis à nouveau de 0,25 point en février et d'autant au début du mois d'avril. Le taux est ensuite resté à 5 % jusqu'au 8 octobre, où il a été baissé de 0,5 point, lors de l'action concertée des banques centrales. Selon une règle de Taylor, le taux d'intérêt neutre serait proche de 6 %, en intégrant une constante de 2,75 % pour refléter le taux d'intérêt réel d'équilibre, une inflation de 4,7 % pour une cible de 2 %, et un écart de production proche de 0 selon les estimations du gouvernement. Les conditions monétaires se sont globalement assouplies depuis un an, bien que la crise bancaire limite l'impact de cet assouplissement en resserrant les conditions de crédit sur certains segments du marché.

Au regard des règles britanniques, la politique budgétaire ne dispose d'aucune marge de manœuvre pour relancer la croissance : la règle d'or selon laquelle le solde public hors dépenses d'investissement public doit être équilibré sur un cycle économique aura peut-être été tout juste respectée sur le dernier cycle supposé avoir commencé en 1997-1998. La dette publique nette s'approche de 40 % du PIB³, niveau jugé stable et prudent selon la règle d'investissement soutenable. Nous avons supposé que le budget présenté en mars dernier ne serait que marginalement amendé malgré la crise. La consommation publique augmenterait de 2 % par an en volume, la progression de l'investissement public ralentirait : 8 % cette année, 3,5 % l'an prochain. Face à la hausse des prix de l'énergie et à la baisse des prix de l'immobilier, quelques mesures ont été annoncées depuis la fin août, mais elles auront un impact budgétaire faible : revalorisation de l'allocation de chauffage versée aux plus de 60 ans les plus modestes, suppression du droit de timbre sur les acquisitions de logement d'un prix inférieur à 175 000 livres. Selon le gouvernement, l'impulsion budgétaire serait légèrement positive cette année et légèrement négative l'an

1. C'est notamment ce que suggère notre indicateur de croissance, estimé sur la base de l'indice de la production industrielle, de l'indice des ventes de détail, des enquêtes auprès du commerce de gros et des services financiers. Pour une présentation, voir : Charpin F. et C. Mathieu : « Un indicateur de croissance à court terme au Royaume-Uni », *Revue de l'OFCE* n° 89, avril 2004.

2. La hausse des prix du gaz et de l'électricité intervenue en août a contribué à augmenter de 0,3 point le glissement de l'inflation sur les douze derniers mois.

3. Hors effet de la nationalisation de Northern Rock, qui accroît la dette nette de près de 6 points de PIB.

prochain. Du fait du ralentissement de la croissance, le déficit public approcherait 4 % du PIB cette année et 5 % l'an prochain.

Faible croissance en perspective

Le maintien d'une inflation à près de 5 % continuera à réduire fortement le pouvoir d'achat des ménages, au moins jusqu'en début d'année prochaine. Les salaires nominaux continuent en effet à progresser à des rythmes annuels de 3,7 % sans donner de signe d'accélération. Le taux de chômage, s'il restait faible à 5,5 % à l'été 2008, est orienté à la hausse. Les prix de l'immobilier ont atteint un maximum historique en août 2007 et affichaient une baisse de l'ordre de 13 % sur un an en septembre dernier (selon l'indice Halifax). L'endettement des ménages a atteint 170 % de leur revenu disponible annuel en début d'année. Le taux d'épargne a continué de baisser pour devenir légèrement négatif au premier trimestre. Les ménages n'auront pas d'autre choix à court terme que réduire leurs dépenses de consommation.

Le ralentissement de la consommation des ménages conduira les entreprises à réduire leurs investissements. L'ajustement des prix de l'immobilier se poursuivrait en 2009 et se traduirait par une baisse importante de l'investissement en logement. C'est du commerce extérieur que pourraient venir les meilleures nouvelles pour la production britannique : les exportateurs engrangeront progressivement les gains de la baisse de la livre ; le rééquilibrage de la croissance britannique et la réduction du déficit courant en seront facilités.

Au total, la croissance du PIB ne serait que de 1 % cette année et de 0,2 % l'an prochain, après 3 % en 2007. L'économie britannique serait en récession au second semestre 2008 (selon la définition technique de deux trimestres consécutifs de baisse du PIB), mais celle-ci serait modérée au regard des cycles précédents. En 2009, la croissance repartirait doucement, une fois le plus dur passé sur les secteurs financiers, et grâce au ralentissement de l'inflation. La baisse des prix des matières premières, amorcée cet été, ainsi que la stabilisation du taux de change effectif de la livre inscrite dans notre prévision permettraient de ramener l'inflation en deçà de 3 % à la mi-2009, redonnant du pouvoir d'achat aux ménages. La Banque d'Angleterre pourrait alors plus facilement réduire ses taux d'intérêt : une baisse de 0,25 point pourrait avoir lieu au premier trimestre 2009, suivie de deux autres baisses d'ici à la fin de l'année.

Le risque principal associé à notre prévision est une accentuation de la crise financière qui conduirait à une récession plus profonde. Cependant, les autorités britanniques semblent déterminées à ce que le pire soit évité et font preuve d'un très grand pragmatisme : la Banque d'Angleterre a expliqué, par une lettre ouverte au chancelier de l'Échiquier, conformément à son statut, les raisons pour lesquelles l'inflation dépasse 3 % ; elle explique la prise en compte des perspectives de ralentissement de la croissance et de l'inflation dans ses décisions de taux. Le gouvernement intervient désormais très vite lorsque des établissements du secteur bancaire sont menacés de faillite : après la nationalisation tardive de Northern Rock en février, un accord rapide a été donné en septembre à un changement des règles de la concurrence dans le secteur bancaire afin de permettre le rachat de HBOS par Lloyds TSB, la nationalisation d'une partie des activités de Bradford et Bingley a aussi été décidée rapidement. Les opérations de sauvetage dans le secteur bancaire ne s'arrêteront sans doute pas là.

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	0,9	0,8	0,8	0,5	0,3	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	0,3	0,4	0,4	2,8	3,0	1,0	0,2
Consommation des ménages ¹	0,9	0,9	1,1	0,7	0,9	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	0,1	0,3	0,3	2,1	3,0	2,0	-0,3
Consommation publique	0,5	0,4	0,4	0,2	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,6	1,8	2,2	2,0
FBCF totale ²	1,7	0,0	0,5	1,8	-1,8	-2,4	-2,7	-2,0	-1,4	-0,2	0,2	0,3	6,3	7,2	-3,8	-4,9
Dont																
Productive privée	1,2	1,7	0,5	2,8	-1,4	-1,4	-2,0	-2,0	-1,5	0,0	0,5	0,5	-5,2	9,9	-1,2	-3,9
Logement	2,9	1,1	-3,5	-2,8	-4,8	-4,2	-4,5	-4,0	-3,0	-2,0	-1,5	-1,0	12,1	3,3	-14,0	-11,4
Publique	1,4	-	13,9	8,3	3,7	-4,2	-3,0	2,0	2,0	2,0	1,5	1,5	279,6	1,8	8,4	3,5
Exportations de biens et services ³	0,4	0,9	1,9	-0,7	0,7	0,0	0,7	0,8	1,0	1,2	1,4	1,5	11,0	-4,5	1,9	4,0
Importations de biens et services ³	0,9	-0,3	4,4	-0,4	-0,3	-0,5	-1,0	-0,9	-0,2	0,6	1,0	1,2	9,6	-1,9	0,3	-0,3
Variations de stocks, en points de PIB	0,5	0,2	0,9	0,6	0,2	0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,4	0,5	0,1	-0,3
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	1,0	0,6	1,0	0,8	0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	0,1	0,3	0,3	2,7	3,5	1,0	-0,6
Variations de stocks	0,1	-0,3	0,7	-0,2	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,5	-0,4
Commerce extérieur	-0,2	0,3	-0,8	-0,1	0,3	0,2	0,5	0,5	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,7	0,4	1,2
Prix à la consommation ⁴	2,9	2,6	1,8	2,0	2,4	3,3	4,7	5,0	4,5	3,8	2,9	2,2	2,3	2,3	3,9	3,4
Taux de chômage, au sens du BIT	5,5	5,4	5,4	5,2	5,2	5,4	5,5	5,6	5,8	5,9	6,0	6,1	5,4	5,4	5,4	5,8
Solde courant, en points de PIB	-4,0		-3,5		-2,3		-3,3		-3,2		-3,2		-3,4	-3,8	-2,8	-3,2
Solde public ⁵ , en points de PIB													-2,6	-2,7	-3,9	-5,1
Impulsion budgétaire													-0,8	0,3	0,4	-0,4
PIB zone euro	0,7	0,5	0,6	0,4	0,7	-0,2	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	3,0	2,6	1,1	0,8

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, s'est traduite par une hausse de l'investissement privé et une baisse de l'investissement public au deuxième trimestre 2005. 3. L'évolution du commerce extérieur a été 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, 2nd quarter 2008, 30 septembre 2008), prévision OFCE octobre 2008.