

Royaume-Uni: la croissance hantée

Pour le troisième trimestre consécutif, le PIB britannique a augmenté de 0,7 % au deuxième trimestre 2006, ce qui porte la croissance à 2,6 % en glissement sur un an contre 1,6 % seulement un an plus tôt. La croissance continue d'être tirée par la demande intérieure, dont les composantes se rééquilibrent. Les bonnes nouvelles en terme de croissance et une inflation supérieure au centre de la cible de la politique monétaire (2,4 % en juillet pour une cible de 2 %) ont conduit la Banque d'Angleterre à relever son taux directeur de 0,25 point en août dernier pour le fixer à 4,75 %. Sous nos hypothèses de ralentissement de l'activité chez les principaux partenaires commerciaux britanniques (zone euro, États-Unis) à l'horizon 2007 et de stabilité des prix du pétrole autour de 65 dollars le baril pour le Brent de la mer du Nord, la croissance britannique décélérerait vers des rythmes de 2 % l'an, l'inflation s'approchant elle aussi de 2 %. Ceci conduirait la Banque d'Angleterre à maintenir son taux directeur inchangé à l'horizon de la fin 2007.

Amélioration du climat conjoncturel jusqu'à l'été

Du côté de l'offre, l'une des bonnes nouvelles est la reprise de la croissance de la production dans l'industrie manufacturière: la production a augmenté de 0,7 % au deuxième trimestre 2006, amenant le glissement sur un an à 1 %. Les opinions des industriels se sont améliorées au premier semestre 2006, surtout en ce qui concerne les carnets de commandes, mais les opinions sur les perspectives de production à trois mois se sont stabilisées depuis mai dernier. La production aura donc été probablement encore soutenue pendant les mois d'été, mais ne connaîtrait pas d'accélération supplémentaire d'ici la fin de l'année.

Malgré l'embellie dans le secteur manufacturier, la production industrielle est restée stable, du fait de la poursuite de la baisse d'extraction de gaz et de pétrole en mer du Nord (- 11 % sur un an au deuxième trimestre 2006). C'est la production de services qui continue de tirer la croissance (+ 3,7 % sur un an au deuxième trimestre 2006), principalement dans les secteurs des services aux entreprises et financiers (+ 5,1 %).

Du côté de la demande, un certain rééquilibrage des composantes est à l'œuvre. Ainsi, la consommation des ménages a augmenté un peu moins rapidement que le PIB: + 2,3 % en glissement sur un an au deuxième trimestre 2006 (contre 1 % seulement un an plus tôt). La consommation des administrations publiques n'affiche plus qu'une hausse de 2,1 % en glissement sur un an (3,5 % il y a un an), tandis que l'investissement est en hausse de 5,9 % (1,7 % il y a un an).

Les informations conjoncturelles suggèrent une croissance du PIB soutenue aux troisième et quatrième trimestres, voisine de 0,8 %¹. Cette croissance est un peu supérieure à la croissance tendancielle de ces dernières années (proche de 2,7 %). La principale interrogation se pose pour le compte des

1. C'est ce que suggère notamment notre indicateur avancé (voir Charpin F. et Mathieu C. « Un indicateur de croissance à court terme au Royaume-Uni », *Revue de l'OFCE*, n° 89, avril 2004), sur la base des données disponibles le 6 septembre 2006.

ménages. La consommation des ménages restera probablement soutenue au troisième trimestre, si l'on en juge par l'indice des ventes de détail en volume, qui affichait une hausse de 4,3 % sur un an en août (au lieu de 0,8 % seulement un an plus tôt). Les enquêtes de septembre de la CBI confirment aussi la poursuite de ventes de détail soutenues pendant l'été. En 2005, la modération de la consommation des ménages a contribué à une nette remontée du taux d'épargne (1,2 point en moyenne annuelle). Celui-ci reste cependant bas, voisin de 5 %.

Or, l'évolution récente des prix de l'immobilier fait resurgir le spectre d'un retournement de ce marché. L'indice Halifax, après s'être stabilisé à l'été 2005, a en effet recommencé à croître depuis lors et affichait une hausse de 8 % sur un an en août dernier. L'endettement des ménages, après s'être stabilisé quelques trimestres à un niveau historiquement élevé de 150 % du revenu disponible, a recommencé à croître au deuxième trimestre (153 % du revenu). Doit-on s'inquiéter de la hausse de l'endettement des ménages ? À court terme, la réponse est non, pour deux raisons : d'une part, les taux d'intérêt devraient rester bas, inférieurs à 5 % pour les taux longs comme pour les taux courts. D'autre part, la richesse nette des ménages continue de progresser et représente désormais plus de 700 % du revenu annuel, niveau là encore historiquement élevé. La richesse reste soutenue à la fois par la progression des cours boursiers (+ 17 % pour le FTSE-All share sur un an au deuxième trimestre) et celle des prix de l'immobilier.

Le risque deviendrait plus important en cas de forte remontée des taux d'intérêt. Mais la hausse de 0,25 point décidée au mois d'août par la Banque d'Angleterre a un caractère essentiellement préventif. Prenant acte des chiffres de la croissance, du climat conjoncturel favorable et de prix du pétrole élevés qui laissaient augurer le maintien de l'inflation au dessus de 2 % pour les prochains mois, la Banque d'Angleterre a, en augmentant son taux directeur, pris de surprise les marchés qui s'attendaient à un *statu quo*.

Dans la période récente, la politique monétaire peut être jugée pratiquement conforme à la règle de Taylor. Avec une inflation de 2,5 % pour une cible de 2 %, un écart de production négatif de 0,8 point selon les estimations de l'OCDE et une constante reflétant le taux d'intérêt réel d'équilibre, de 2,5 %, le taux serait de 4,6 % selon la règle.

L'inflation mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a atteint 2,5 % sur un an en août. Elle reste dans la fourchette de 1 % autour de la cible d'inflation de 2 %. L'un des principaux risques inflationnistes pris en compte dans la hausse des taux directeurs du mois d'août a progressivement disparu en septembre : les prix du pétrole ont quitté des niveaux de 75 dollars pour retrouver des niveaux de 60 dollars. Par ailleurs, aucune tension inflationniste n'est visible sur le marché du travail : la progression des salaires nominaux reste voisine de 4 % en rythme annuel, soit 1,5 % pour les salaires réels, en ligne avec celle de la productivité, tandis que le taux de chômage remonte. Le taux de chômage au sens du BIT s'est établi à 5,5 % au début de l'été, soit une hausse de 0,8 point en un an. Cette hausse résulte d'une augmentation rapide de la population active, alimentée en partie par l'arrivée de main-d'œuvre originaire des nouveaux pays membres de l'Union européenne (UE). Les pressions sont donc plutôt à la baisse sur l'évolution des salaires.

Vers un ralentissement modéré de la croissance

Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière est proche de son niveau de long terme et les opinions des industriels sur leurs intentions d'investissement se sont redressées depuis le début 2006, ce qui suggère la poursuite d'une lente remontée du taux d'investissement dans les prochains mois. L'investissement logement progresserait modérément, sous l'hypothèse d'une stabilisation des prix de l'immobilier.

La consommation des administrations publiques a, selon les comptes nationaux actuels, progressé un peu plus nettement qu'annoncé dans le budget présenté par le gouvernement en mars 2006 (2,8 % en volume au lieu de 2 %), mais nous avons supposé qu'elle progresserait de 2,5 % en 2006 comme en 2007, comme annoncé dans le budget. L'investissement public a par contre progressé nettement moins qu'envisagé dans le budget et nous avons supposé que cela resterait le cas à l'horizon 2007 (avec une hausse de l'ordre de 4 % par an, en volume au lieu de 8 %). Au total, l'impulsion budgétaire serait légèrement négative cette année et l'an prochain, d'environ 0,3 point par an, sous l'hypothèse d'une croissance tendancielle de l'ordre de 2,7 %. Le Chancelier de l'échiquier parviendrait à respecter la règle d'or qu'il s'est fixé, d'un solde public équilibré sur le cycle hors dépenses d'investissement. Le déficit public resterait proche de 3 % à l'horizon 2007 et pourrait laisser le Royaume-Uni sous procédure de déficit excessif. N'étant pas membre de la zone euro, le Royaume-Uni n'est cependant pas susceptible d'être soumis à sanctions s'il ne se conforme pas aux règles du Pacte de stabilité (en l'occurrence en ne décidant pas une amélioration d'au moins 0,5 point de PIB de son solde structurel).

Sous l'hypothèse d'une progression des revenus de l'ordre de 2 % en pouvoir d'achat, la consommation des ménages ralentirait en 2007, permettant une remontée de l'ordre d'un demi-point du taux d'épargne, laissant celui-ci à un niveau toujours faible (5,5 % en moyenne annuelle en 2007).

L'environnement extérieur resterait peu porteur pour les producteurs britanniques, dont les principaux débouchés à l'exportation sont l'UE (60 % des exportations de marchandises). La demande adressée serait en hausse de 8 % cette année et de 6 % l'an prochain. La baisse du dollar conduirait à une légère perte de compétitivité des exportateurs britanniques qui verraient la poursuite de l'effritement de leurs parts de marché².

Sous ces hypothèses, la croissance serait de 2,7 % cette année et de 2,5 % l'an prochain, proche de son rythme moyen des dernières années. Le principal risque serait celui d'une hausse rapide des taux d'intérêt, qui fragiliserait en premier lieu la consommation de ménages fortement endettés.

2. La lecture des chiffres du commerce extérieur est fortement perturbée au premier semestre 2006 par les flux de commerce liés à la fraude à la TVA. L'ONS estime que ces flux ont été particulièrement importants au cours de ce semestre. La fraude porte principalement sur les échanges intra-UE et dans le secteur des produits informatiques et des téléphones mobiles. Certains importateurs « disparaîtraient » avant de verser le paiement déclaré de la TVA. Les produits importés auraient entre-temps été réexportés, et le remboursement de la TVA serait alors réclamé par les exportateurs aux services fiscaux britanniques. Le phénomène affecte donc autant les importations que les exportations. Suite à la forte chute des échanges de marchandises en juillet, nous avons choisi d'inscrire des rythmes plus habituels d'importation et d'exportation dans notre prévision.

Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2005				2006				2007				2004				2005				2006				2007							
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	0,2	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	3,3	1,9	1,9	2,7	3,3	1,9	1,9	2,7	3,3	1,9	1,9	2,7	3,3	1,9	1,9	2,7
Consommation des ménages ¹	0,2	0,0	0,4	0,6	0,5	0,9	0,8	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	3,4	1,4	1,4	2,3	3,4	1,4	1,4	2,3	3,4	1,4	1,4	2,3	3,4	1,4	1,4	2,3
Consommation publique	0,4	1,2	0,6	0,4	0,3	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	3,2	2,8	2,8	2,3	3,2	2,8	2,8	2,3	3,2	2,8	2,8	2,3	3,2	2,8	2,8	2,3
FBCF totale ²	1,2	0,1	1,9	1,0	1,9	1,3	1,4	1,7	1,3	1,0	0,7	0,7	1,3	1,0	0,7	0,7	6,0	2,5	2,5	5,8	6,0	2,5	2,5	5,8	6,0	2,5	2,5	5,8	6,0	2,5	2,5	5,8
Dont																																
Productive privée	2,5	1,9	0,1	0,8	2,4	0,9	1,7	1,5	1,0	0,9	0,6	0,6	1,0	0,9	0,6	0,6	5,9	3,0	3,0	6,1	5,9	3,0	3,0	6,1	5,9	3,0	3,0	6,1	5,9	3,0	3,0	6,1
Logement	-1,7	0,6	3,8	-0,3	0,8	6,0	0,0	2,5	2,0	1,0	0,5	0,5	2,0	1,0	0,5	0,5	9,9	1,2	1,2	9,0	9,9	1,2	1,2	9,0	9,9	1,2	1,2	9,0	9,9	1,2	1,2	9,0
Publique	-1,1	-11,1	10,6	4,5	0,3	-4,2	1,8	1,8	1,8	1,7	1,5	1,3	1,8	1,7	1,5	1,3	8,6	-2,6	-2,6	3,8	8,6	-2,6	-2,6	3,8	8,6	-2,6	-2,6	3,8	8,6	-2,6	-2,6	3,8
Exportations de biens et services	-0,1	5,1	1,7	3,3	8,5	4,5	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3	4,9	7,1	7,1	18,5	4,9	7,1	7,1	18,5	4,9	7,1	7,1	18,5	4,9	7,1	7,1	18,5
Importations de biens et services	-0,7	2,3	3,4	2,4	8,9	3,4	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,5	1,4	1,4	1,4	6,6	6,5	6,5	17,4	6,6	6,5	6,5	17,4	6,6	6,5	6,5	17,4	6,6	6,5	6,5	17,4
Variations de stocks, en points de PIB	0,6	0,0	0,4	0,2	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
Contributions																																
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,2	0,8	0,6	0,6	0,8	0,9	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	3,8	1,9	1,9	2,9	3,8	1,9	1,9	2,9	3,8	1,9	1,9	2,9	3,8	1,9	1,9	2,9
Variations de stocks	-0,5	-0,5	0,4	-0,2	0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0
Commerce extérieur	0,2	0,7	-0,6	0,2	-0,4	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	0,0	0,0	-0,2	-0,6	0,0	0,0	-0,2	-0,6	0,0	0,0	-0,2	-0,6	0,0	0,0	-0,2
Prix à la consommation ³	1,7	2,0	2,4	2,1	1,9	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0	1,3	2,1	2,1	2,1	1,3	2,1	2,1	2,1	1,3	2,1	2,1	2,1	1,3	2,1	2,1	2,1
Taux de chômage, au sens du BIT	4,7	4,8	4,7	5,1	5,2	5,5	5,6	5,7	5,8	5,8	5,9	6,0	5,8	5,8	5,9	6,0	4,7	4,8	4,8	5,5	4,7	4,8	4,8	5,5	4,7	4,8	4,8	5,5	4,7	4,8	4,8	5,5
Solde courant, en points de PIB	-1,1		-3,3		-2,5		-2,3		-2,4		-2,6		-2,4		-2,6		-1,6	-2,2	-2,4	-2,5	-1,6	-2,2	-2,4	-2,5	-1,6	-2,2	-2,4	-2,5	-1,6	-2,2	-2,4	-2,5
Solde public ⁴ , en points de PIB																																
Impulsion budgétaire																																
PIB zone euro	0,4	0,4	0,6	0,4	0,7	0,9	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	1,7	1,5	1,5	2,5	1,7	1,5	1,5	2,5	1,7	1,5	1,5	2,5	1,7	1,5	1,5	2,5

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.

Sources : ONS (Quarterly National Accounts, 2nd quarter 2006, 27 septembre 2006), prévision OFCE octobre 2006.