

## Royaume-Uni : comme une image

Le PIB britannique a augmenté de 0,7 % au premier trimestre 2004 et de 0,9 % au deuxième trimestre, affichant alors une hausse de 3,7 % en glissement sur un an. L'économie a donc connu une croissance un peu plus rapide que son taux de croissance tendanciel, estimé à 2,75 % par le gouvernement. Le premier élément marquant du premier semestre 2004 est l'amélioration continue du climat conjoncturel, particulièrement visible dans l'industrie manufacturière. Le deuxième est la remontée progressive des taux directeurs de la Banque d'Angleterre. Les signes d'un tassement de l'activité ont commencé à se manifester à la fin du troisième trimestre. À la fin septembre, la question est de savoir si l'économie ne ralentira que modérément, comme le souhaitent les autorités monétaires, ou si le spectre d'une baisse brutale des prix de l'immobilier qui hante les perspectives de croissance depuis plusieurs années finira par se matérialiser.

### Amélioration du climat conjoncturel jusqu'à l'été mais...

La grande majorité des indicateurs conjoncturels était orientée à la hausse au premier semestre 2004. L'industrie manufacturière, sortie de deux ans de récession au début 2003, a continué de se redresser. La production manufacturière était en hausse de 2,2 % en glissement sur un an au deuxième trimestre 2004 et de 1,2 % par rapport au trimestre précédent. Cette amélioration de la situation industrielle, retracée aussi par les enquêtes, s'accompagne cependant toujours d'une baisse de l'emploi. Mais le taux d'utilisation des capacités de production de l'industrie manufacturière est remonté de 5,2 points entre octobre 2003 et juillet 2004 où il a enfin retrouvé son niveau moyen des vingt dernières années. Dans le même temps, les opinions des industriels sur les perspectives d'investissement se sont améliorées. Cependant, les soldes des enquêtes auprès des industriels, notamment en ce qui concerne les carnets de commande et les perspectives de production, ont cessé de s'améliorer durant l'été suggérant une certaine stabilisation de l'activité au second semestre 2004. Du fait du dynamisme de l'activité dans les secteurs des services et du bâtiment, la croissance du PIB aurait encore été proche de 0,8 % au troisième trimestre<sup>1</sup>. L'activité commencerait cependant à ralentir, sous l'effet de la remontée des taux d'intérêt.

### ...la Banque d'Angleterre monte la garde

L'économie britannique est apparemment proche du plein emploi, avec un taux de chômage de 4,7 % seulement au sens du BIT au deuxième trimestre 2004, toujours en baisse légère (0,3 point de moins en un an). Pourtant, les

1. L'indicateur avancé de l'OFCE (voir Charpin F. et Mathieu C. : « Un indicateur de croissance à court terme au Royaume-Uni », *Revue de l'OFCE* n° 89 avril 2004) suggérait, sur la base des données disponibles début septembre, une croissance de 0,8 % aux troisième et quatrième trimestres 2004, principalement du fait d'une contribution positive de l'utilisation des capacités de production et des ventes de détail au troisième trimestre, relayée par l'indice de production industrielle et les ventes de gros au quatrième trimestre. La hausse des taux directeurs amorcée à la fin 2003, qui joue avec un retard de trois trimestres, freinerait la croissance d'environ 0,05 point chaque trimestre.

signes d'une accélération de l'inflation ne sont guère visibles, que ce soit du côté du marché du travail ou de ceux des biens, à l'exception du marché de l'immobilier. Les salaires nominaux affichaient une hausse d'à peine 4 % en glissement sur un an, au deuxième trimestre, soit une hausse de 0,5 point de pourcentage en un an, mais un rythme identique à celui de 2003. Il n'y a donc pas d'augmentation sensible des salaires, dont l'évolution reste par ailleurs compatible avec l'augmentation de la productivité apparente du travail (de l'ordre de 2 %) et des prix (3 % pour le déflateur du PIB). L'inflation mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) reste très modérée : elle n'était que de 1,3 % sur un an en août dernier, soit bien en deçà de la cible de 2 % de la politique monétaire.

Les prix de l'immobilier ont cependant continué à croître jusqu'à l'été à des rythmes annuels compris entre 10 et 20 %, soit un doublement depuis le début de leur accélération en 1996 (encadré), entraînant la poursuite de la hausse du taux d'endettement des ménages, qui a atteint au deuxième trimestre 2004 le niveau historiquement élevé de 130 % de leur revenu disponible annuel. Cette hausse, conjuguée à la proximité du plein emploi, a conduit la Banque d'Angleterre à poursuivre la hausse des taux entamée en novembre 2003. Le taux directeur était de 4,75 % en août dernier, soit une hausse cumulée de 1,25 point en neuf mois (0,25 point en novembre, février, mai, juin, juillet et août). La Banque d'Angleterre a été l'une des premières grandes banques centrales à relever ses taux, de façon très graduelle, comme à son habitude. Elle espère que les hausses de taux réduiront le recours à l'endettement des ménages et, partant, freineront la hausse des prix de l'immobilier.

Les premiers signes de tassement des indicateurs conjoncturels apparus pendant l'été, notamment en ce qui concerne les ventes de détail en septembre, ainsi que la légère baisse des prix de l'immobilier en août suggèrent que la politique monétaire a commencé à mordre sur l'endettement des ménages et que le ralentissement tant attendu des prix de l'immobilier est enclenché. La politique monétaire reste cependant accommodante en septembre 2004. Le taux d'intérêt est inférieur d'environ 1,25 point à celui suggéré par une fonction de réaction estimée sur la période 1993-2004 (voir dans ce dossier « La marche à suivre »). Avec nos hypothèses de croissance et d'inflation, la Banque d'Angleterre serait amenée à relever ses taux d'environ 0,5 point d'ici la mi-2005, puis les stabiliserait à ce niveau.

## Demande intérieure : ajustements en cours

La consommation des ménages continue de tirer la croissance. Elle devrait cependant ralentir sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt et sous l'hypothèse d'un ralentissement progressif de la hausse des prix de l'immobilier. Le taux d'épargne, resté quasiment stable à 6 % depuis plusieurs années, augmenterait d'un peu plus d'un demi-point.

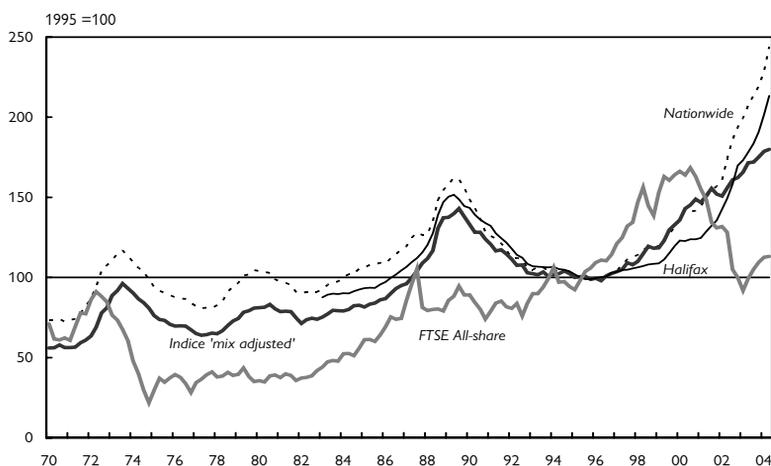
Les efforts d'investissement seraient relativement soutenus cette année dans le secteur privé, au vu des enquêtes disponibles pour le secteur manufacturier (investissement et taux d'utilisation), mais ralentiraient en 2005 du fait de la hausse passée des taux d'intérêt et du ralentissement de la demande. La part de l'investissement des entreprises dans le PIB augmenterait en 2004 et se stabiliserait en 2005.

## Prix des actifs immobiliers au Royaume-Uni : quels risques macroéconomiques ? Le spectre de 1989

Les prix de l'immobilier sont en augmentation rapide depuis 1996 au Royaume-Uni (graphique 1), bien que l'ampleur diffère selon les indices retenus. Ainsi, l'indice mensuel Halifax ou le « Nationwide » ont connu une hausse beaucoup plus rapide, surtout depuis 2002, que l'indice publié par l'ODPM (*Office of the Deputy Prime Minister*), qui serait le plus représentatif de l'ensemble du marché britannique. Mais quelle que soit la mesure retenue, les prix ont dépassé, en termes réels, au début des années 2000 leur précédent point haut de 1989.

Les études empiriques récemment menées au FMI ou au NIESR\* relient le prix de l'immobilier aux prix passés, au revenu des ménages et au taux d'intérêt, les effets d'offre n'apparaissant pas significatifs. Selon le NIESR les prix étaient supérieurs de 30 % à leur prix d'équilibre à la mi-2004, la surévaluation étant plutôt de 20 % pour le FMI.

### 1. Cours boursiers et prix de l'immobilier au Royaume-Uni rapportés au déflateur implicite des dépenses de consommation



Sources : Banque d'Angleterre, ODPM, ONS.

Quel serait l'impact macroéconomique d'une baisse des prix de l'immobilier ? Son effet principal porterait sur la consommation des ménages. En effet, bien que les actifs immobiliers ne soient pas comparables aux actifs financiers, dans la mesure où ils répondent à un besoin de logement et pas uniquement à un motif de placement, les effets richesse du patrimoine immobilier apparaissent significatifs au Royaume-Uni. L'explication repose notamment sur le fait que les ménages gagent leurs emprunts sur leur patrimoine immobilier. Pour avoir une idée de l'effet « maximal » d'une correction des prix de l'immobilier, une baisse de 50 %, qui permettrait de retrouver le prix réel « moyen » de la période 1968-2004, représenterait, toutes choses égales par ailleurs, une baisse de la richesse immobilière d'environ 1 400 milliards de livres. En retenant

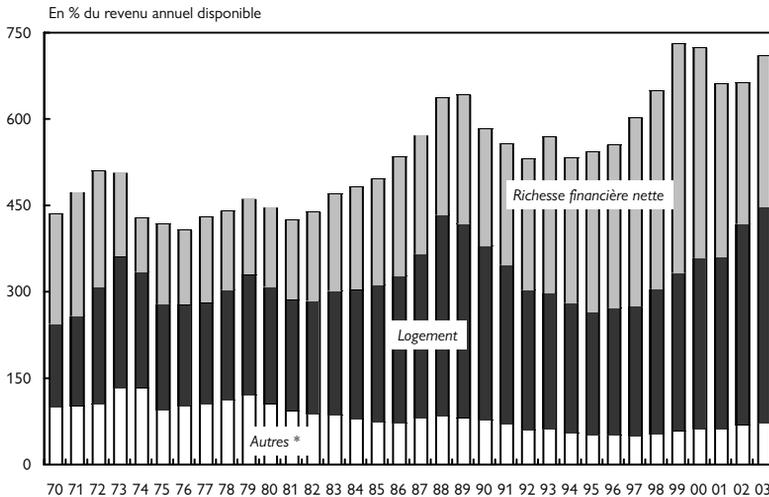
\* FMI : *World Economic Outlook*, septembre 2004 ; Barend R., Kirby S. et Riley R. : « The current position of UK house prices », *NIESR Review* n° 189, juillet 2004.

une propension marginale à consommer des ménages de l'ordre de 5 pence par livre de richesse supplémentaire, la baisse de richesse se traduirait par une baisse de la consommation des ménages de 70 milliards de livres, soit 10 % de la consommation des ménages de 2003. En retenant une surévaluation des prix de 30 %, le retour au « niveau d'équilibre » équivaldrait à une baisse de la consommation de 6 %. L'impact macroéconomique d'une forte baisse des prix de l'immobilier est donc potentiellement très important.

Les ménages ont fortement augmenté leur recours à l'emprunt, principalement hypothécaire, depuis 1996. Ainsi, le taux d'endettement des ménages approche désormais 130 % du revenu annuel des ménages, ce qui est nettement supérieur au niveau atteint il y a quinze ans (100 %). Mais les risques d'une remontée rapide des taux d'intérêt sont nettement plus faibles aujourd'hui qu'ils ne l'étaient à la fin des années 1980. L'inflation est très faible et ne montre pas de signe d'accélération, contrairement à 1989 où elle était de 5 % et avait accéléré à 8 % en 1990. La Banque d'Angleterre avait commencé à relever ses taux directeurs en 1988, les portant de 8 % à 15 % en 1990, soit une augmentation de 5 points en termes réels, qui paraît inimaginable actuellement. Le poids de la charge des intérêts dans le revenu des ménages reste modéré et les risques d'une forte hausse des charges d'intérêt des emprunts des ménages apparaissent faibles.

En dépit de la chute des cours boursiers de 2000, la richesse des ménages est restée élevée grâce à la valorisation du patrimoine immobilier (graphique 2) et l'est sensiblement plus qu'en 1989. Mais les prix des marchés financiers ne devraient connaître qu'une faible hausse dans les mois à venir, ce qui ne permettrait pas d'amortir les effets d'une chute des prix de l'immobilier.

## 2. Patrimoine net des ménages britanniques



\* Terrains cultivés, locaux et équipements à usage commercial et industriel.  
Source : ONS.

Les marges de manœuvre de la politique budgétaire sont désormais limitées. Les objectifs d'augmentation des investissements publics et de remise à niveau des secteurs de la santé et de l'éducation se sont traduits par une hausse rapide des dépenses publiques depuis plusieurs années. Selon le budget 2004, l'investissement public continuerait à croître rapidement : 17 % par an en volume en 2004 et 2005. L'augmentation de la consommation publique serait d'environ 2,5 % par an, probablement plus si l'on tient compte du changement de mesure de la production de services de santé opéré par les comptes nationaux cet été lors du rebasage annuel des comptes. Ce changement de méthode a eu un impact de + 0,5 point par an sur la croissance de la consommation publique en volume en 2002 et 2003.

Le déficit public était de 3,2 % au sens de Maastricht en 2003. N'étant pas dans la zone euro, le Royaume-Uni ne risque pas de sanctions s'il ne respecte pas les règles du Pacte. Le gouvernement respecte pour l'instant la *règle d'or* selon laquelle le solde public, hors dépenses d'investissement, doit être équilibré sur le cycle. Mais il ne dispose plus de marges de manœuvre. Le budget prévoit une impulsion budgétaire pratiquement nulle en 2004 comme 2005. Sous nos hypothèses de croissance le solde serait légèrement inférieur à 3 % du PIB en 2004 comme en 2005.

## Exportations : l'irrésistible érosion des parts de marché

Les producteurs britanniques continuent à enregistrer des performances médiocres à l'exportation. Certes, plus de la moitié des exportations de marchandises britanniques sont destinées à l'Union européenne, et en premier lieu à l'Allemagne, donc à des marchés peu dynamiques par rapport au reste du monde dans le cycle de croissance actuel. Mais l'atonie des exportations depuis le début 2002 fait apparaître des pertes de parts de marché cumulées de 15 points. Cette baisse s'explique pour partie par une compétitivité-prix défavorable. Le taux de change effectif réel de la livre reste en effet depuis 1996 à des niveaux nettement supérieurs à son niveau moyen des quarante dernières années, l'écart étant d'environ 20 % à la mi-2004. La compétitivité-prix ne suffit cependant pas à expliquer la totalité des pertes de parts de marché, qui résultent probablement aussi d'effets hors-prix.

Les importations ont été très peu dynamiques depuis le ralentissement de la fin 2000, qui avait conduit à une stabilisation du taux de pénétration. Ceci n'a pas suffi à stopper la dérive du déficit commercial qui dépasse 4 % du PIB. Si les déséquilibres extérieurs n'apparaissent pas aussi criants qu'aux États-Unis, c'est parce que les excédents des services et des transactions courantes permettent de maintenir le déficit courant à 2 % du PIB. La contribution du commerce extérieur à la croissance reste négative.

Au total, la croissance serait de 3,4 % cette année et de 2,6 % l'an prochain, proche de son sentier de moyen terme. Ceci reste conditionné à l'hypothèse d'un ralentissement progressif des prix de l'immobilier, une chute plus rapide constituant le principal risque à la baisse de cette prévision.

## Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2003				2004				2005				2002				2003				2004				2005							
	T1	T2	T3	T4																												
<b>PIB</b>	0,2	0,7	0,9	1,0	0,7	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	1,8	2,2	3,4	2,6	1,8	2,2	3,4	2,6
Consommation des ménages <sup>1</sup>	-0,1	0,9	0,8	0,6	1,1	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	3,3	2,3	3,2	2,2	3,3	2,3	3,2	2,2
Consommation publique	1,1	0,7	1,6	2,1	0,8	0,4	0,2	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	3,8	3,5	3,9	2,4	3,8	3,5	3,9	2,4
FBCF totale <sup>2</sup>	-2,2	1,1	0,7	1,9	2,0	2,0	2,5	1,4	1,3	1,0	0,9	0,7	1,3	1,0	0,9	0,7	1,3	1,0	0,9	0,7	1,3	1,0	0,9	0,7	2,6	2,0	7,4	5,4	2,6	2,0	7,4	5,4
Dont																																
Productive privée	-5,4	1,6	-1,0	2,1	2,7	2,4	1,4	1,1	0,9	0,6	0,5	0,5	0,9	0,6	0,5	0,5	0,9	0,6	0,5	0,5	0,9	0,6	0,5	0,5	1,4	-2,0	7,2	3,6	1,4	-2,0	7,2	3,6
Logement	-1,2	0,7	2,9	2,6	7,3	-2,7	2,0	1,0	0,8	0,8	0,6	0,6	0,8	0,8	0,6	0,6	0,8	0,8	0,6	0,6	0,8	0,8	0,6	0,6	7,7	7,9	10,2	2,6	7,7	7,9	10,2	2,6
Publique <sup>3</sup>	27,1	-2,6	9,0	-0,3	-2,3	8,1	10,0	4,0	4,0	3,0	3,0	2,0	4,0	3,0	3,0	2,0	4,0	3,0	3,0	2,0	4,0	3,0	3,0	2,0	5,6	24,4	13,8	17,3	5,6	24,4	13,8	17,3
Exportations de biens et services	4,7	-2,2	0,2	1,6	-1,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	0,1	0,1	2,0	6,1	0,1	0,1	2,0	6,1
Importations de biens et services	2,3	-3,3	1,4	3,1	0,3	1,1	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,3	1,6	1,6	1,5	1,3	1,6	1,6	1,5	1,3	1,6	1,6	1,5	1,3	4,1	1,3	4,7	6,4	4,1	1,3	4,7	6,4
Variations de stocks, en points de PIB	0,5	-0,2	0,1	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,2	0,3	0,4
<i>Contributions</i>																																
Demande intérieure hors stocks	-0,2	0,9	1,0	1,2	1,2	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	3,4	2,6	4,2	2,9	3,4	2,6	4,2	2,9
Variations de stocks	-0,1	-0,7	0,3	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,0	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,5	0,4	-0,4	-0,5	-0,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-1,2	-0,4	-0,9	-0,4	-1,2	-0,4	-0,9	-0,4
Prix à la consommation <sup>4</sup>	1,5	1,3	1,4	1,4	1,3	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7	1,6	1,5	1,7	1,7	1,6	1,5	1,7	1,7	1,6	1,5	1,7	1,7	1,6	1,5	1,3	1,4	1,5	1,6	1,3	1,4	1,5	1,6
Taux de chômage, au sens du BIT	5,1	5,0	5,0	4,9	4,7	4,8	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	5,2	5,0	4,8	4,7	5,2	5,0	4,8	4,7
Solde courant, en points de PIB																																
Solde public <sup>5,6</sup> , en points de PIB																																
Impulsion budgétaire <sup>6</sup>																																
PIB zone euro	0,0	-0,1	0,4	0,3	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,5	1,9	2,4	0,8	0,5	1,9	2,4

1. Y compris ISBLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. 3. Y compris NHS Trusts.

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.

6. En années fiscales.

Sources : ONS (Quarterly National Accounts, 2nd quarter 2004, 29 septembre 2004), prévision OFCE octobre 2004.