

Royaume-Uni : une lumière au bout du tunnel ?¹

L'économie britannique a renoué avec la croissance au premier semestre 2024, le PIB ayant augmenté de 0,7 % au premier trimestre et de 0,5 % au deuxième, après avoir baissé de 0,3 % au second semestre 2023. L'activité a cependant ralenti pendant l'été 2024, le PIB mensuel n'ayant augmenté que de 0,2 % sur un mois en août, après être resté stable en juin et juillet. L'inflation (mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé) a continué de baisser et n'était plus que de 2,2 % sur un an en août 2024.

Le ralentissement des prix et les perspectives d'une nouvelle décélération de l'activité, ont conduit la Banque d'Angleterre à abaisser son taux directeur de 0,25 point en août dernier, pour l'amener à 5 %. La Banque d'Angleterre continuerait d'abaisser son taux directeur, pour le porter à 4 % au quatrième trimestre 2025. La baisse serait graduelle, la Banque souhaitant s'assurer que l'inflation restera bien proche de 2 %. Mais alors que la politique monétaire s'assouplirait, la politique budgétaire resterait restrictive, bien que les incertitudes soient nombreuses, dans l'attente du budget qui sera présenté le 30 octobre.

La croissance du PIB britannique serait de 0,9 % cette année et de 1,2 % l'an prochain, proche de celle de la moyenne de la zone euro (respectivement 0,7 % et 1,2 %), mais inférieure à celle des États-Unis (2,5 % et 1,6 %). L'inflation serait de 1,8 % sur un an en décembre 2025. Le taux de chômage approcherait 4,9 %, contre 4 % à l'été 2024. Le déficit public serait ramené de 5,8 % du PIB à 4,3 % du PIB, la dette publique approchant 105 % du PIB, contre 100 % à la fin de 2023.

À l'automne 2024, la situation conjoncturelle britannique laisse poindre une lumière au bout du tunnel, pour reprendre l'expression du Premier ministre Keir Starmer, lors de son discours devant le congrès des travaillistes, le 24 septembre dernier, mais la longueur du tunnel reste incertaine.

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

2024 : l'embellie

Le PIB n'avait augmenté que de 0,3 % en moyenne annuelle en 2023 au Royaume-Uni, contre 0,5 % dans l'ensemble de la zone euro et 2,9 % aux États-Unis. Après avoir baissé de 0,1 % au troisième trimestre 2023, puis de 0,3 % au quatrième, le PIB britannique a augmenté de 0,7 % au premier trimestre 2024 et de 0,5 % au deuxième, soit une hausse de 0,7 % sur un an en glissement. Au deuxième trimestre 2024, le PIB britannique est légèrement à la traîne parmi les grandes économies industrialisées, avec une hausse de 2,9 % par rapport à son niveau du quatrième trimestre 2019, avant le début de la crise Covid, contre 3,7 % en France, 3,9 % en moyenne dans la zone euro, mais nettement devant l'Allemagne (0,2 %) et très en retard vis-à-vis des États-Unis (10,7 %).

Les relèvements du taux directeur de la Banque d'Angleterre, de 0,1 % en novembre 2021 à 5,25 % en août 2023 et leur maintien à ce niveau pendant un an, 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. La hausse des prix à la consommation, qui avait atteint 10,8 % au quatrième trimestre 2022 (contre 10 % pour l'ensemble de la zone euro et 7 % aux États-Unis), n'était plus que de 2,2 % en août 2024.

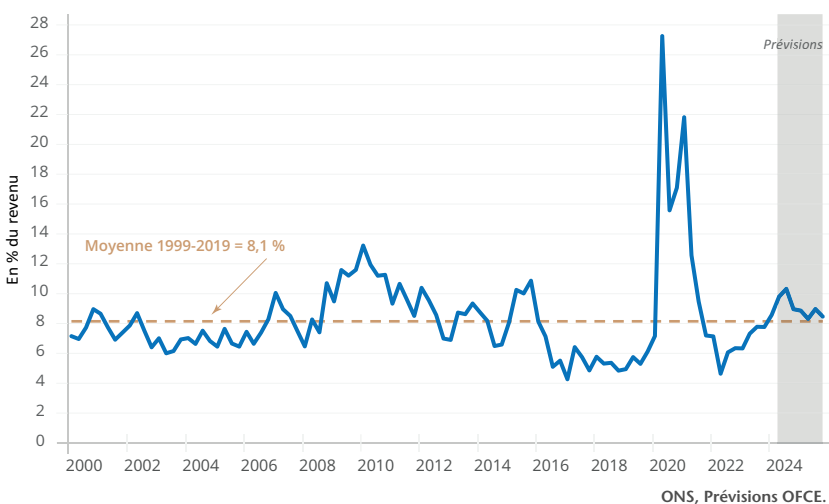
Un certain redémarrage de la croissance

Le PIB a augmenté de 0,75 % au premier semestre 2024 par rapport au semestre précédent (tableau). C'est en premier lieu la consommation des ménages qui a soutenu la croissance au cours de ce semestre, contribuant à hauteur de 0,4 point, tandis que l'investissement privé contribuait à hauteur de 0,2 point. Après plusieurs trimestres de baisse, dans un marché freiné par la hausse des coûts du crédit, alors que les prix avaient atteint des niveaux historiquement élevés, l'investissement en logement des ménages a connu une forte hausse au premier trimestre 2024, en partie effacée au deuxième trimestre, et contribuant à hauteur de 0,1 point à la croissance du semestre. Au total, la demande intérieure privée hors stocks a donc contribué à hauteur de 0,7 point à la croissance au premier semestre. La consommation publique a pour sa part contribué à hauteur de 0,2 point, tandis que l'investissement public avait une contribution nulle. Les exportations ont par contre légèrement baissé sur le semestre tandis que les importations connaissaient une forte hausse (se retrouvant en partie dans une

hausse des variations de stocks). La contribution du commerce extérieur à la croissance a été négative de 1,1 point, celle des variations de stocks positive de 1 point.

La consommation des ménages a augmenté de 0,5 % en volume au premier trimestre 2024 avant de ralentir à 0,1 % au deuxième trimestre, alors que le revenu augmentait de près de 1,4 % chaque trimestre en termes réels. Les ménages britanniques ont donc à nouveau augmenté leur taux d'épargne, de 2 points en un semestre, pour le porter à 9,8 % (graphique 1)². Cette sur-épargne représentait cependant encore 12 points de revenu annuel des ménages, par rapport au taux d'épargne moyen des dix années précédant la crise Covid. Jusqu'au printemps 2023, l'accélération de l'inflation avait conduit à une baisse des salaires réels, qui freinait la consommation des ménages, mais ce n'a plus été le cas ensuite. En continuant à augmenter leur taux d'épargne, les ménages ont sans doute cherché à compenser les effets de l'inflation sur l'érosion de leur patrimoine financier. Alors que ce dernier avait atteint un niveau historiquement élevé depuis 2016, représentant, net de l'endettement, 3,5 fois le revenu annuel des ménages en 2021 (soit 2,4 fois le PIB), il n'en représentait

Graphique 1. Taux d'épargne des ménages



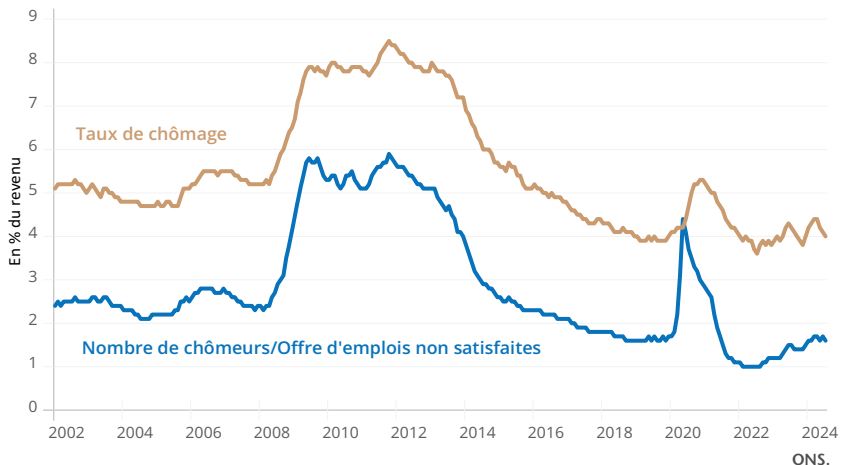
2. Précisons que les comptes nationaux annuels, publiés le 30 septembre dernier, avaient révisé la consommation des ménages à la hausse et le taux d'épargne à la baisse en 2022, de 3 points, pour l'amener à 6,4 %, réduisant ainsi en partie la sur-épargne accumulée par les ménages depuis le début de la crise Covid.

plus que 2,2 fois le revenu annuel au troisième trimestre 2023 (soit 1,5 fois le PIB). Ce ratio, qui s'est stabilisé depuis, est d'ailleurs légèrement inférieur au précédent point bas atteint lors de la crise financière de 2007.

Marché du travail : les tensions continuent de s'alléger

Le taux de chômage (au sens du BIT) avait atteint un point bas à 3,6 % en août 2022. Il a ensuite légèrement remonté et fluctué entre 3,8 % et 4,3 % ; il était de 4 % en juillet 2024, proche de son niveau d'avant-crise Covid. Mais le taux d'activité des 16-64 ans, qui avait atteint un point haut avant le début de la crise Covid (à 79,5 %), a baissé ensuite jusqu'à 77,8 % en janvier 2024, reflétant pour partie des retraits du marché du travail pour des raisons de santé (Covid longs). Cependant, le taux d'activité s'est stabilisé au premier trimestre 2024 et était légèrement remonté à 78,2 % en juillet. Les offres d'emplois non satisfaites, qui avaient fortement augmenté à la sortie de la crise Covid et atteint un pic à 1,3 million au printemps 2022, ont nettement baissé depuis. Elles n'étaient plus que de 857 000 en juillet, une situation proche, en termes de nombre de chômeurs par emploi vacant, de celle d'avant le début de la crise Covid (graphique 2). Au deuxième trimestre 2024, l'emploi total était en baisse de 0,2 en glissement sur un an, alors que la valeur ajoutée était en hausse de 0,8 %. Le cycle de productivité n'était pas complètement refermé, au regard d'une tendance de longue période de 0,89 % par an.

Graphique 2. Indicateurs de tensions sur le marché du travail



La hausse des salaires horaires moyens, qui avait atteint 8,3 % sur un an en juillet 2023, n'était plus que de 3,8 % sur un an en juillet dernier. En termes réels, la hausse des salaires a été respectivement de 0,9 % et 1,1 %. Précisons que des revalorisations exceptionnelles de rémunérations dans le secteur public, particulièrement dans le secteur de la santé, visant à rattraper partiellement les retards pris au fil des ans par rapport aux rémunérations du secteur privé, ont poussé les salaires à la hausse à l'été 2023. L'augmentation des salaires du secteur public a atteint 12,2 % sur un an en juillet 2023, contre 7,6 % pour le secteur privé. En juillet 2024, la hausse des salaires du secteur public n'était plus que de 0,1 % sur un an, contre 4,7 % dans le secteur privé.

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 gouvernement revalorise le salaire minimum chaque année en avril, à partir des 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.

Le gouvernement travailliste arrivé au pouvoir en juillet dernier a modifié le mandat de la LPC. Pour 2025, celle-ci devra proposer un salaire minimum qui tienne compte du coût de la vie, dont l'évolution prévue de l'inflation jusqu'en mars 2026. Le gouvernement demande aussi que le taux adulte soit maintenu à 66 % du salaire médian. La LPC considérait, début septembre, que la hausse du taux adulte serait de l'ordre de 5,8 % du taux adulte en avril 2025 (soit un taux horaire de 12,1 livres), pour assurer le maintien à 66 % du salaire médian. Le gouvernement actuel demande par ailleurs qu'à terme, un seul taux horaire s'applique. La LPC proposera donc un rattrapage progressif, déjà engagé, du taux horaire du salaire minimum des 18-20 ans (dont le taux horaire a été fixé à 8,6 livres en avril 2024, soit une hausse de 14,8 %) et des 16-17 ans (taux horaire de 6,40 livres, soit une hausse de 21,2 %). La LPC rappelle qu'elle proposera une revalorisation du salaire minimum pour les moins de 21 ans, en veillant à limiter l'impact sur l'emploi de ces tranches d'âge.

Le salaire minimum britannique, rapporté au salaire médian, est donc appelé à rester l'an prochain parmi les plus élevés de l'OCDE, dont en Europe la France (où le ratio du salaire minimum au salaire

médian était de 62 % en 2023) et, dans une moindre mesure, l'Allemagne et l'Espagne (52 %). L'objectif, qui vise à ce que le « travail paie », fait l'objet d'un large consensus. 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 travail³.

Prévisions 2024-2025 : un léger mieux...

Policy-mix : assouplissement monétaire mais restriction budgétaire

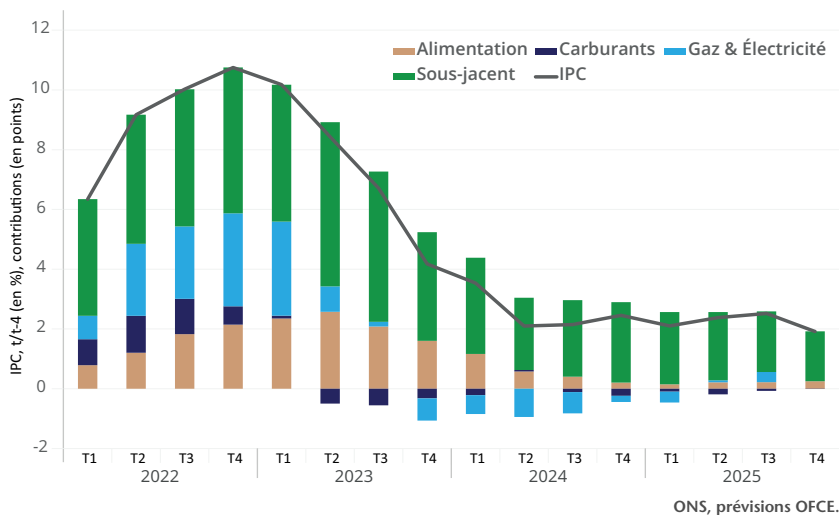
L'inflation, mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), avait atteint un pic à 11,1 % sur un an en octobre 2022, sous l'effet de la hausse de prix de l'énergie et de l'alimentation (graphique 3). Elle a ralenti depuis, initialement sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie et de l'alimentation. L'inflation sous-jacente, qui avait atteint un pic à 7,1 % sur un an en mai 2023, n'était plus que de 3,6 % sur un an en août 2024. La hausse de l'IPCH n'était alors que de 2,2 % sur un an, proche de la cible de 2 % de la politique monétaire.

Face au ralentissement de la hausse des prix, le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre a décidé une première baisse du taux de base de 0,25 point en août 2024, pour le porter à 5 %. Mais les membres du CPM étaient alors très partagés : 5 ont voté pour cette baisse, tandis que 4 votaient pour un statu quo. Lors de la réunion de septembre, le taux de base a été maintenu à 5 % par 8 voix contre 1 en faveur d'une baisse de taux de 0,25 point. Depuis qu'il a commencé à relever le taux de base à la fin de 2021, le CPM s'est en effet montré inquiet du risque de l'enclenchement d'une boucle prix-salaire. Pour la majorité des membres du CPM, le risque est d'assouplir trop tôt et trop fortement la politique monétaire, alors que l'inflation est à peine revenue à 2 % et alors que l'écart de production était proche de 0 à l'été 2024, selon la Banque d'Angleterre. Les membres du CPM actuellement en faveur d'un statu quo soulignent que l'inflation sous-jacente reste supérieure à 2 %. Une seule membre, Swati Dhingra, plaide régulièrement depuis plusieurs mois pour une baisse de taux, et c'était encore le cas en septembre, dans le but d'éviter un

3. Voir : *National Minimum Wage. Low Pay Commission Report 2023*, mars 2024.

surajustement à la baisse de la croissance et de l'inflation, compte tenu des délais de transmission de la politique monétaire.

Graphique 3. Inflation (IPC) et contributions des principales composantes



La hausse de 10 % des plafonds des prix du gaz et d'électricité annoncée par le régulateur britannique et entrée en vigueur au premier octobre 2024 contribuera à maintenir la hausse de l'indice des prix à la consommation légèrement au-dessus de 2 % au cours des prochains trimestres. Mais l'inflation sous-jacente, ainsi que le rythme de hausse des salaires continueraient de ralentir, alors que le taux de chômage augmenterait. Le CPM déciderait une baisse de 0,25 point du taux de base début novembre. Cela réduirait d'ailleurs l'écart qui s'est récemment accru avec les taux de la Réserve fédérale et de la BCE, et réduirait le risque d'appréciation de la livre Sterling par rapport au dollar et à l'euro. Selon notre scénario, le CPM baisserait le taux de base d'1 point à l'horizon de la fin 2025. La politique monétaire cesserait progressivement de mordre sur l'activité.

La politique budgétaire serait cependant restrictive, cette année et l'an prochain, sur la base du budget voté au printemps dernier, dont nous retenons les évolutions globales. Le budget 2024 prévoyait que 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.

Le budget 2024 avait de nouveau baissé les cotisations sociales salariés, de 2 points à partir d'avril, ce qui s'ajoutait à une baisse de 2 points en janvier 2024, le taux principal étant 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 il comprenait aussi des mesures réduisant les revenus après impôt, dont l'absence d'indexation des tranches de l'impôt sur le revenu. Le nouveau gouvernement a annoncé qu'il ne reviendrait pas sur la baisse des cotisations sociales salariés ; il maintiendra sans doute l'absence d'indexation. Il a cependant décidé de supprimer le caractère universel du versement de l'allocation chauffage (*Winter Fuel Payment*), qui était de 200 livres par an pour les ménages dont un membre avait atteint l'âge de la retraite (66 ans) et de 300 livres pour les ménages avec une personne de plus de 80 ans. Cette allocation sera dorénavant réservée aux retraités les plus pauvres, bénéficiaires du *Pension Credit* ; elle pourrait être versée à moins d'1 million de retraités (si le taux de non-recours au *Pension Credit* baisse par ailleurs, comme le souhaite le gouvernement), contre 11,6 précédemment (8 millions de ménages) Cette mesure devrait rapporter 1,3 milliard de livres en année pleine. Cette annonce était présentée comme un gage de rigueur et de sérieux du nouveau gouvernement dans l'objectif de réduire le déficit. Mais elle a été très mal perçue, ce alors qu'une hausse des plafonds des prix du gaz et de l'électricité était annoncée. Cet automne, les incertitudes sont particulièrement élevées en ce qui concerne la politique budgétaire. Le gouvernement se dit déterminé à présenter un programme rigoureux en matière budgétaire, et annonce des mesures douloureuses, qu'en dehors de l'allocation chauffage, on ne connaît pas à ce stade (encadré).

Selon nos hypothèses de croissance, le déficit public, qui était, en termes calendaires, de 5,8 % du PIB en 2023, reviendrait vers 4,3 % du PIB en 2025. La dette publique, de 100 % du PIB en 2023, serait de l'ordre de 105 % du PIB en 2025.

Encadré. Incertitudes budgétaires

Le gouvernement travailliste, entré en fonction en juillet 2024, présentera son budget au Parlement le 30 octobre. Keir Starmer, Premier ministre, et Rachel Reeves, chancelière de l'Échiquier, préparent depuis cet été les Britanniques à des mesures douloureuses, dans le but de réduire le déficit public dès à présent, tout en répétant que le gouvernement s'est donné pour mission de faire accélérer la croissance, qui permettra d'améliorer le niveau de vie de tous les Britanniques et d'entrevoir « la lumière au bout du tunnel » plus rapidement.

Selon un audit sur les dépenses publiques réalisé en juillet par le Trésor à la demande de la chancelière de l'Échiquier, ces dépenses seraient supérieures de 22 milliards de livres (0,8 point de PIB) en 2024-2025 par rapport à ce qui était prévu dans le budget, notamment à cause d'une sous-estimation des revalorisations des salaires du secteur public (de l'ordre de 10 milliards de livres), ainsi que de dépenses plus élevées en matière de demandes d'asile et d'immigration illégale (de l'ordre de 6 milliards). S'appuyant sur cet audit, le gouvernement a martelé qu'il fallait remettre de l'ordre dans les finances publiques et « réparer les fondations ».

Lors de la campagne des législatives, les travaillistes avaient indiqué qu'ils suivraient deux règles budgétaires : que le gouvernement n'ait recours à l'emprunt que pour investir – la règle d'or – et que le ratio de dette publique baisse à l'horizon de 5 ans. Dans cet exercice, le gouvernement est doublement contraint : tout d'abord, parce qu'il compte sur le retour de la croissance pour engranger des recettes publiques. Ensuite, les travaillistes se sont engagés à ne pas augmenter la fiscalité sur les personnes qui travaillent : ils ont exclu de revenir sur les baisses du taux de cotisations sociales salariés mises en place par le précédent gouvernement, ils se sont engagés à ne pas augmenter l'imposition sur le revenu et la TVA. Une piste récemment envisagée est d'augmenter les cotisations employeurs, mais les marges de manœuvre sont limitées pour un gouvernement « pro-business ».

Vers la sortie du tunnel

Les indicateurs conjoncturels disponibles pour le troisième trimestre 2024 suggèrent un ralentissement de l'activité. Le PIB mensuel est resté stable en juin et juillet, avant d'augmenter de 0,2 % en août. Les perspectives de production dans l'industrie, après plusieurs mois d'amélioration, ont chuté en septembre. Les ventes de détail, qui étaient en forte chute à la fin 2023, se sont cependant redressées depuis et affichaient une hausse de 0,5 % sur un an en juillet en volume.

Au second semestre 2024, la consommation des ménages progresserait comme le revenu : le ralentissement des prix permettrait une hausse du pouvoir d'achat. La baisse des taux d'intérêt a commencé à alléger le coût des emprunts, ce qui devrait faciliter une légère reprise de l'investissement en logement, alors que les prix de l'immobilier ont recommencé à croître. Cependant, la remontée du taux de chômage, qui atteindrait 4,9 % au quatrième trimestre 2025, sous nos hypothèses de croissance, de stabilité des taux d'activité et de gains de productivité horaire de près de 1 % en rythme annuel, pourrait freiner la consommation des ménages. Le retour d'une inflation comprise entre 2 et 2,5 % réduirait cependant le besoin de constituer une épargne destinée à limiter l'érosion des patrimoines due à l'accélération de l'inflation. Au total, dans notre prévision, le taux d'épargne baisserait d'environ 1 point, fluctuant autour de 8,7 % en 2025, ce qui le ramènerait près de sa moyenne de longue période.

Les exportations, principalement celles de marchandises, resteraient un point faible de l'économie britannique. La baisse tendancielle des parts de marché à l'exportation de l'industrie se poursuivrait, les producteurs britanniques étant pénalisés à la fois par une compétitivité-prix dégradée et par des débouchés peu porteurs, du fait d'un faible dynamisme de la demande intérieure chez les principaux partenaires commerciaux de l'UE, dont l'Allemagne, et du ralentissement de la demande aux États-Unis.

La demande intérieure progresserait de près de 0,4 % par trimestre, 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 0,9 % cette année et de 1,2 % l'an prochain. Le taux d'épargne pourrait baisser moins rapidement que prévu, en particulier si l'effort budgétaire s'avère plus fort que prévu et si les ménages renforcent leur épargne de précaution. C'est un aléa à la baisse de notre prévision. À l'opposé, la Banque d'Angleterre pourrait baisser plus rapidement son taux directeur, en l'absence de redémarrage de l'activité et de ralentissement plus rapide de l'inflation. C'est un aléa à la hausse. Enfin, le budget qui sera présenté le 30 octobre représente un aléa à la baisse à court terme, mais pourrait, à plus long terme, s'avérer plus favorable si l'investissement public est davantage soutenu que dans le précédent budget.