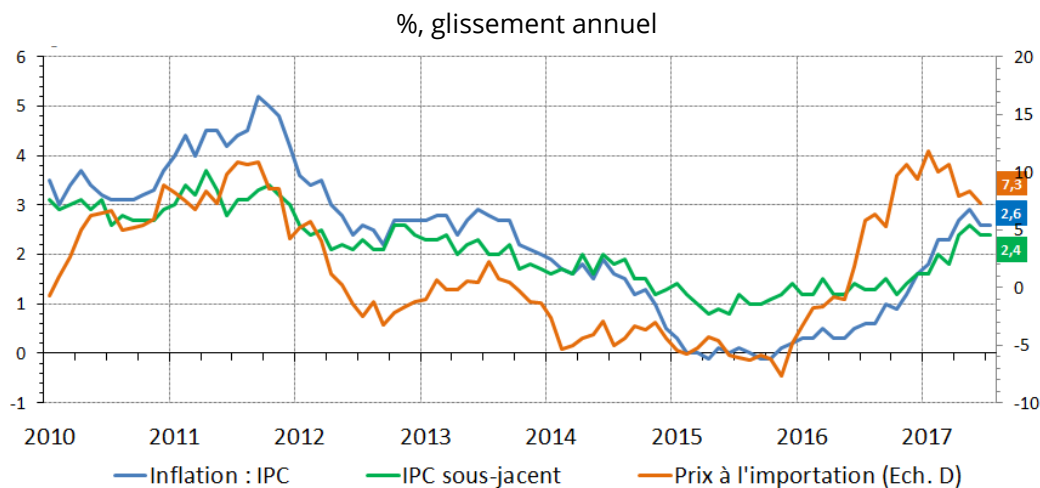


Un an après le Brexit : où va l'économie britannique ?

par [Marie-Elisabeth de la Serve](#) et [Laurent Ferrara](#)

Depuis le vote sur le Brexit, l'économie britannique a fait preuve de résilience. Toutefois, du fait du niveau historiquement bas du taux d'épargne, de l'incertitude sur l'investissement et du risque inflationniste, nous pouvons nous interroger sur la soutenabilité à court terme du modèle actuel de croissance de l'économie britannique.

Graphique 1 : Reprise de l'inflation due en partie à la hausse des prix d'importation



L'ajustement macroéconomique suite au choc provoqué par le référendum est d'abord passé par le taux de change, la livre sterling s'étant dépréciée en termes effectifs de 15% entre mai 2015 (date de la victoire des conservateurs aux élections générales, dont le programme comprenait la tenue du référendum) et juillet 2017.

L'impact de la dépréciation de la Livre sur les prix et les exportations

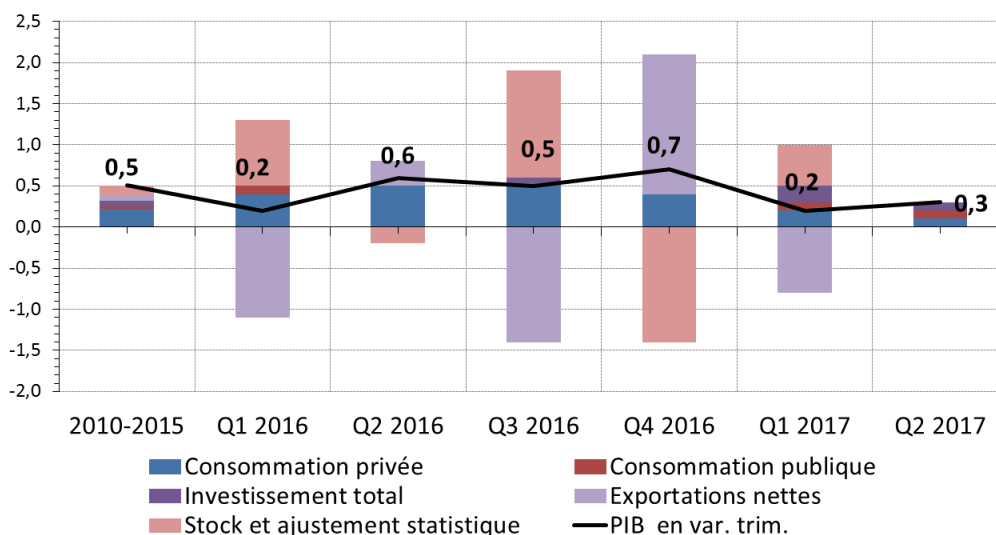
La transmission de la baisse de la livre aux prix à la consommation n'a pas encore eu pleinement lieu. L'effet total estimé d'une dépréciation du change sur les prix à la consommation est relativement élevé au Royaume-Uni, de l'ordre de 20% à 30% à l'horizon de 2 ans. Le mécanisme à l'œuvre est le suivant : la dépréciation renchérit le prix des importations (élasticité comprise entre 0,6 et 0,9), cet effet se matérialisant en un an maximum. Cette augmentation se répercute ensuite (élasticité de 0,3) sur les prix à la consommation (via les prix à la production notamment) environ 1 an plus tard (voir [Forbes, 2015](#)).

Ainsi selon ces estimations, une dépréciation de 15% entraînerait une augmentation du niveau de l'indice des prix à la consommation comprise environ entre 2,5% et 4,0% au bout de 2 ans, toutes choses égales par ailleurs. Cependant, les entreprises étrangères exportant au Royaume-Uni ont pu être tentées dans un premier temps de limiter les hausses de prix exprimées en sterling du fait de l'incertitude sur la demande britannique. Elles ont pu également attendre de voir si la dépréciation de la livre était transitoire ou durable. Toutefois, compte tenu de la persistance du phénomène et du relatif dynamisme de la demande intérieure au cours des derniers trimestres, les prix d'importation devraient continuer d'augmenter dans les prochains mois, maintenant une pression à la hausse sur l'inflation (cf. Graphique 1).

A ce stade, la dépréciation de la livre ne s'est pas traduite par une contribution systématiquement positive des exportations nettes des importations à la croissance (cf. Graphique 2). Cela pourrait tenir en partie au fait que les exportateurs britanniques peuvent profiter de la dépréciation pour augmenter leurs prix en livre (ne modifiant que légèrement les prix en devises), améliorant ainsi leurs marges. Cela semble être le cas dans la mesure où, depuis fin 2015, les prix à l'exportation exprimés en livre ont augmenté de 14% ; ce phénomène avait d'ailleurs déjà été observé lors de la dépréciation de la monnaie britannique en 2007.

Graphique 2 : Croissance du PIB soutenue par la consommation privée

Croissance du PIB (en %) et contributions des principales composantes (en points de %)



Source : Office for National Statistics

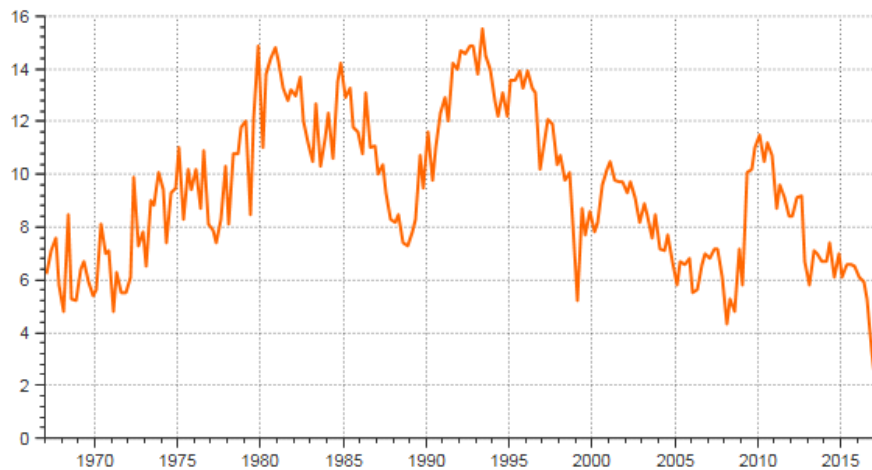
Le soutien par la consommation privée via un taux d'épargne très bas

Au cours des dernières années, malgré une croissance modérée des salaires moyens, l'accroissement quasi-continu de l'emploi a permis une hausse des revenus des ménages et de la consommation, même si la création de nombreux emplois à temps partiel a introduit une incertitude sur les perspectives de revenus pour les individus concernés. Les ménages ont pu également profiter de gains de pouvoir d'achat suite au ralentissement marqué de l'inflation en 2014 et 2015. Un renversement de tendance est toutefois à l'œuvre depuis 2016, où la croissance des revenus salariaux a été modeste alors même que l'on observait un regain d'inflation. On observe d'ailleurs une baisse des salaires réels au cours des derniers mois.

Par ailleurs, la consommation dépend de l'arbitrage des ménages entre dépenses de consommation et épargne (ou crédit). Or, le taux d'épargne a atteint au T1 2017 son plus bas niveau historique à 1,7% du revenu (cf. Graphique 3), alors que l'endettement des ménages converge progressivement vers son niveau d'avant crise.

Baisse des salaires réels et niveau bas du taux d'épargne tendraient à indiquer que le rythme actuel de consommation pourrait devenir difficilement soutenable à plus ou moins brève échéance.

Graphique 3 : Un taux d'épargne des ménages historiquement bas (en %)



Source : Office for National Statistics

L'investissement des entreprises déjà affecté par l'incertitude ?

L'investissement des entreprises, autre composante de la demande, a quant à lui diminué au cours des derniers trimestres. Le pic du cycle de l'investissement en niveau a été atteint au T3 2015, au moment même où l'incertitude autour du résultat du référendum s'est mise à croître fortement.

En dépit d'un rebond récent, [l'enquête trimestrielle de la Banque d'Angleterre](#) indique que les entreprises restent prudentes quant à leurs décisions d'investissement, notamment celles exposées à la demande des ménages ou au commerce avec l'Union Européenne. Cet effet d'attentisme et de décalage dans le temps de la décision d'investissement est particulièrement visible pour le type d'investissement le plus irréversible (par exemple en infrastructures) ; par comparaison, l'investissement immatériel a été moins affecté, ce qui est caractéristique d'un choc d'incertitude (voir le blog [Econbrowser](#)). Cette diminution affecte directement le stock de capital disponible et pourrait avoir des conséquences non négligeables sur le potentiel de croissance au cours des prochaines années.

En conclusion, les effets du Brexit sur l'économie britannique ont été pour le moment limités. Ce constat est probablement en partie attribuable à un certain nombre de facteurs, tels que la baisse de la livre ou un environnement international plus porteur. La politique de la BoE, qui, dès le mois d'août 2016, a décidé de lancer un vaste programme d'assouplissement monétaire (en abaissant le taux directeur à son plus bas niveau historique - i.e. 0,25%, en augmentant son programme de rachats d'obligations ou, entre autres, en lançant un nouveau programme d'achats d'obligations d'entreprises, dans un contexte d'austérité budgétaire), a également joué un rôle. S'agissant de la croissance à court terme, elle pourrait rester soutenue sous la condition d'une rotation des moteurs de la croissance (i.e. les exportations nettes prenant le relais d'une consommation des ménages en cours d'essoufflement). Mais cette nouvelle situation n'a pas de précédent, ce qui engendre une incertitude profonde sur les événements à venir. Outre que les effets macroéconomiques négatifs d'un choc d'incertitude, notamment sur l'investissement des entreprises, sont bien connus (voir par exemple [Ferrara et Guérin, 2016](#)), le choc d'incertitude lié au Brexit est différent d'un choc standard dans la mesure où l'on sait que la durée même du choc peut être prolongée. En effet, les traités prévoient des négociations d'une durée de deux ans à partir du déclenchement de l'Article 50, signé le 29 mars 2017, mais la possibilité d'une période de transition est largement évoquée. Enfin, la littérature récente nous montre qu'un choc d'incertitude a des effets

fortement négatifs lorsqu'il est associé à un choc financier. Le suivi de l'évolution des tensions financières au Royaume-Uni dans les mois qui viennent sera donc crucial.