



ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2024-2025

UNE REPRISE FRAGILE PLUS TARD CETTE ANNÉE

9 janvier 2024

Slavena NAZAROVA

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

SOMMAIRE

1 | SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

3 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

LE RESSERREMENT MONÉTAIRE PASSÉ N'A PAS DIT SON DERNIER MOT

Après un léger repli du PIB au troisième trimestre (-0,1% en variation trimestrielle), provoqué par une nette baisse de la consommation privée et de l'investissement, nous anticipons une stabilisation de l'activité au quatrième trimestre au regard de l'amélioration des enquêtes auprès des entreprises, suivie par une croissance positive mais faible début 2024. La désinflation surprend positivement et les taux des obligations d'État baissent. Même si le risque de récession continue de planer sur l'économie britannique, la probabilité d'un tel scénario à court terme semble avoir diminué.

Le principal frein à la croissance tient à l'effet retardé du resserrement passé de la politique monétaire : selon la Banque d'Angleterre (BoE), plus de la moitié de l'impact de la politique monétaire passée doit encore se répercuter sur l'économie réelle. Un délai plausible car, au regard des épisodes passés de resserrement monétaire, la part plus importante des emprunts immobiliers à taux fixe ralentit la répercussion de l'évolution des taux hypothécaires sur le revenu disponible des ménages. Le niveau élevé des taux d'intérêt pèsera sur la consommation des ménages, l'investissement et les créations d'emplois. En retour, la faiblesse de la demande atténuera progressivement les pressions inflationnistes domestiques dans le courant de l'année. Selon notre scénario, l'inflation devrait s'approcher de la cible de 2% au deuxième trimestre 2024 ce qui devrait inciter la BoE à amorcer sa baisse de taux au plus tard en août 2024. Toutefois, en raison de l'étroitesse du marché du travail domestique et du contexte géopolitique incertain, les risques inflationnistes restent orientés à la hausse.

Le niveau élevé de coûts de financement pèse sur la confiance des consommateurs. Les ménages ont augmenté leur taux d'épargne (10,3% au troisième trimestre), malgré l'augmentation des revenus disponibles réels, probablement en prévision d'un alourdissement du service de la dette dans les mois à venir. Les ménages devraient rester prudents à court terme sur fond de politique monétaire (et budgétaire) restrictive. Néanmoins, la poursuite d'une croissance solide de leurs revenus réels devrait permettre à la consommation privée de résister

et de croître légèrement en 2024. Certes, avec le recul des anticipations d'inflation et la baisse de la demande de main-d'œuvre, la croissance des salaires dans le secteur privé devrait continuer de se modérer dans les mois à venir. Toutefois, les pressions haussières sur les salaires resteront fortes (la BoE prévoit une croissance des salaires du secteur privé de l'ordre de 5 à 6% cette année) en raison des facteurs structurels qui ont provoqué une remontée du taux d'équilibre du chômage : le *Brexit*, les problèmes *post-Covid* tels que les maladies de longue durée chez les personnes inactives, l'inadéquation des compétences des demandeurs d'emploi avec les besoins de l'économie. En outre, les réductions d'impôts annoncées dans l'*Autumn statement* (principalement des réductions des cotisations sociales payées par les salariés et par les indépendants) ainsi que la hausse de 10% du salaire minimum prévue pour avril 2024 compenseront, en partie, l'augmentation de la fiscalité engendrée par le gel des seuils d'imposition. **De plus, le gouvernement annoncera sans doute des baisses d'impôts supplémentaires dans son budget du 6 mars 2024 sur fond de campagne électorale. Les élections générales devraient se tenir au second semestre 2024 (probablement à l'automne), comme indiqué récemment par le Premier ministre, Rishi Sunak, même s'il n'a pas exclu le mois de mai comme possibilité. Le parti travailliste reste largement en tête des intentions de vote, avec une marge d'avance confortable.**

L'investissement, résidentiel en particulier mais aussi productif, continuera de peser sur la croissance. Alors que les incitations fiscales ont stimulé l'investissement des entreprises en début d'année, la décision du chancelier de rendre permanente la déduction de la totalité du capital (*full expensing*) pour les investissements éligibles dans de nouvelles installations ou de nouvelles machines devrait se traduire par une baisse à court terme de l'investissement, puisque l'incitation à anticiper les investissements a été supprimée. En outre, l'inflation poursuivant sa baisse dans les prochains mois, les taux d'intérêt réels devraient continuer d'augmenter. Enfin, l'environnement politique mondial restera incertain avec des élections aux États-Unis, un ralentissement de la croissance mondiale et même une possible récession aux États-Unis.

SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

TAUX DIRECTEURS : PREMIÈRE BAISSÉ DE TAUX EN AOÛT PROCHAIN

Les prix ont évolué dans la bonne direction au cours des derniers mois, validant l'idée selon laquelle il ne serait pas nécessaire de relever davantage les taux directeurs. L'inflation (CPI) est tombée à 4,6% en octobre, puis à 3,9% en novembre (en-dessous des prévisions de la BoE). Cette bonne surprise s'explique principalement par une décélération plus importante que prévu des prix des produits hors énergie et alimentation, mais aussi des services (en ralentissement à 6,3% en novembre).

Le marché du travail a continué à se détendre progressivement. Certes, à 4,2%, le taux de chômage est stable depuis juin. Mais le nombre d'offres d'emploi a continué de diminuer. La croissance des salaires se replie plus fortement que prévu, notamment dans le secteur privé où elle est passée de 7,9% en septembre à 7,3% en octobre. Bien que la croissance des salaires soit encore trop élevée pour être compatible avec l'objectif d'inflation de 2%, les signes de désinflation continue sur le marché du travail sont rassurants.

La BoE anticipe une forte baisse de l'inflation en 2024, baisse qui sera toutefois plus lente que celle observée en 2023. Selon ses prévisions centrales, l'inflation devrait être de 4,6% au quatrième trimestre 2023 et de 3,1% au quatrième trimestre 2024. Elle reviendrait vers la cible de 2% fin 2025 et passerait ensuite sous ce niveau, en raison de l'apparition de capacités excédentaires. La surprise à la baisse dans les chiffres d'inflation de novembre devrait amener la BoE à réviser à la baisse ses prévisions lors de sa réunion de politique monétaire de février.

Un assouplissement monétaire semble cependant peu probable dans l'immédiat. La politique monétaire devra rester restrictive afin de garantir un retour durable de l'inflation vers son objectif, et ce d'autant plus que les risques entourant l'inflation sont orientés à la hausse. En effet, le marché du travail reste historiquement tendu, la croissance des salaires nominaux trop élevée et devrait le rester à court terme (près de 6% prévu au premier trimestre 2024 et 5% au quatrième trimestre 2024).

Cela pourrait conduire à une résistance à la baisse de l'inflation des services. La BoE estime que les effets de second tour sur les prix domestiques et les salaires seront lents à se résorber. En novembre, face à la révision à la hausse des prévisions de croissance des salaires, le Comité de politique monétaire a décidé de reconsidérer ses hypothèses de persistance des pressions inflationnistes domestiques. Il a notamment augmenté son estimation du taux de chômage d'équilibre à moyen terme (à 4,5%) : c'est à partir de ce seuil que les pressions inflationnistes domestiques disparaissent. À moins d'une détérioration importante et inattendue des perspectives dans un proche avenir (en cas de récession par exemple), des considérations de gestion des risques amènent ainsi à penser que les taux directeurs devront rester « plus élevés, plus longtemps » afin que l'inflation converge durablement vers la cible.

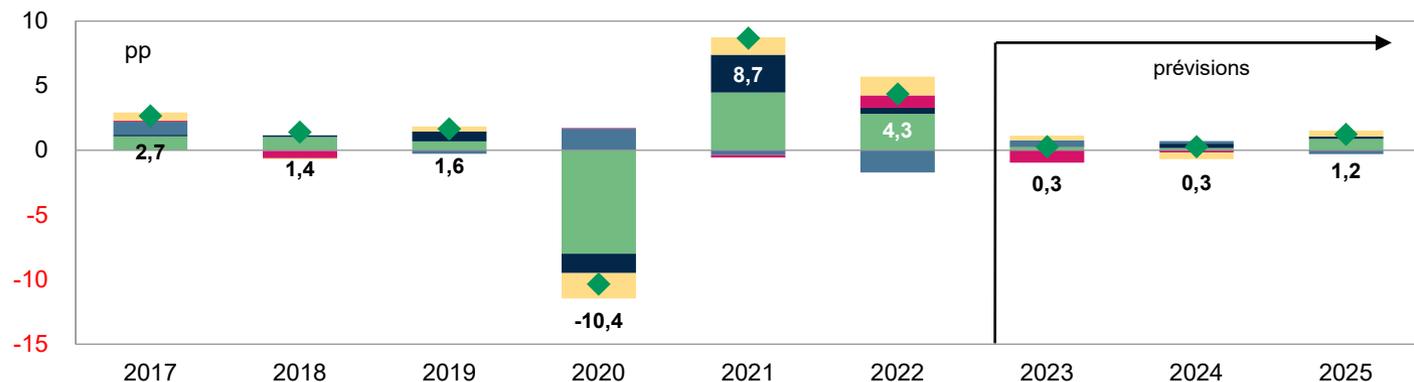
Un facteur supplémentaire réduit la probabilité de baisse des taux au premier semestre 2024 : l'assouplissement budgétaire annoncé dans l'*Autumn statement* du 22 novembre (de l'ordre de 0,6% du PIB en moyenne par an, soit parmi les plus significatifs depuis la pandémie). Alors que les principales mesures de relance reflètent la politique de l'offre, la réduction des charges sociales (ou *NICs* pour *National Insurance contributions*) devrait à court terme donner une petite impulsion à la demande plutôt qu'à l'offre. À la marge, cela plaide en faveur d'un prolongement du *statu quo* de la BoE. En outre, au printemps, le gouvernement annoncera probablement un assouplissement supplémentaire du budget de 2024 (le 6 mars 2024) dans l'optique des prochaines élections législatives.

Finalement, la BoE devrait être suffisamment confiante pour commencer à baisser ses taux en août 2024, un an après sa dernière hausse. Cette décision serait justifiée par un contexte de croissance faible, de recul des tensions sur le marché du travail et de poursuite de la décélération de l'inflation au cours du premier semestre 2024. Notre scénario retient deux baisses des taux de 25 points de base chacune au second semestre 2024, puis quatre en 2025.

SYNTHÈSE

PRÉVISIONS

Contributions à la croissance annuelle du PIB



■ Consommation des ménages ■ Consommation publique ■ Exportations nettes ■ Variations de stocks ■ Investissement ◆ PIB

Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Royaume-Uni	variation moyenne annuelle, %			variation trimestrielle, %											
	2023	2024	2025	2023				2024				2025			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB (%)	0,3	0,3	1,2	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
consommation privée	0,5	0,3	1,5	0,8	0,5	-0,5	0,0	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
consommation publique	0,4	1,7	0,8	-1,1	2,6	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
investissement	2,0	-2,8	2,6	2,4	-1,0	-1,6	-1,0	-1,0	-0,5	0,5	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8
variations de stocks*	-1,0	-0,2	0,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
exportations nettes*	0,4	0,2	-0,3	-1,5	-0,8	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Taux de chômage	4,1	4,7	5,5	3,8	4,3	4,2	4,3	4,5	4,6	4,8	4,8	4,7	4,6	4,4	4,3
Inflation (CPI, a/a%)	7,3	2,9	1,9	10,2	8,4	6,7	4,2	3,8	2,4	2,6	2,7	2,2	1,9	1,8	1,8
CPI sous-jacent (a/a%)	6,2	3,2	2,0	6,1	6,9	6,4	5,3	4,8	3,1	2,5	2,6	2,3	2,0	1,8	1,8
Compte courant (% PIB)	-2,3	-2,0	-2,4	-2,4	-3,5	-2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Déficit public (% PIB)	-5,2	-3,4	-2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% PIB)	100,9	103,9	106,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux directeur**	5,3	4,75	4,50	4,25	5,00	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75

* Contributions à la croissance du PIB

** Fin de période

Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole SA / ECO

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

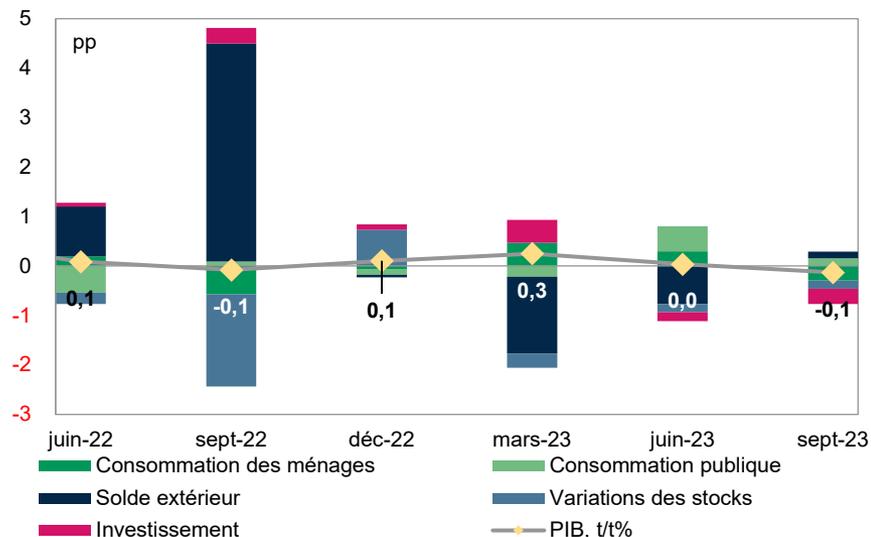
2 | DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

3 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

CROISSANCE NÉGATIVE AU T3-2023 EN RAISON DU REPLI DE LA DEMANDE INTÉRIEURE

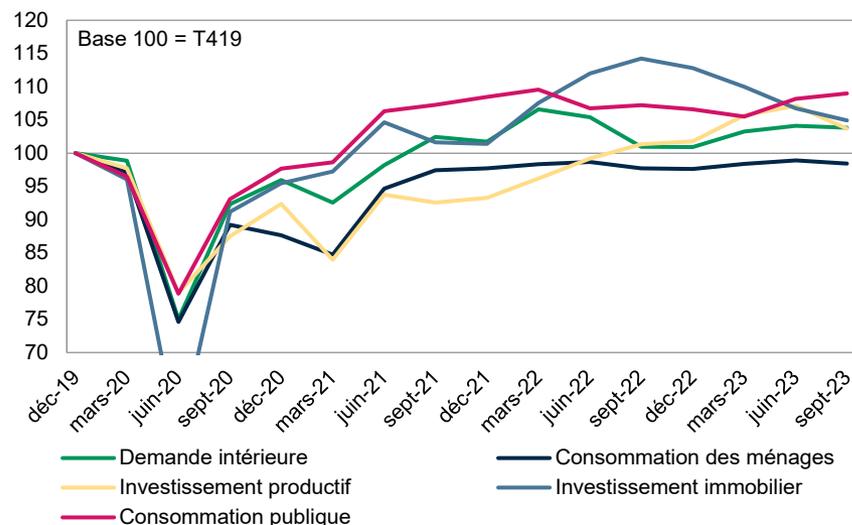
Croissance trimestrielle du PIB : décomposition en termes de dépenses



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Au T3-2023, le PIB en volume s'est replié de 0,1% en variation sur le trimestre, selon la deuxième estimation de l'ONS (chiffre révisé à la baisse par rapport à la première estimation de 0%). Ce léger repli vient après une croissance nulle au T2 (chiffre révisé également à la baisse, à 0,2% précédemment). La demande intérieure, qui jusqu'à présent a plutôt bien résisté aux vents contraires (inflation érodant les revenus réels, hausse des taux d'intérêt), enregistre une baisse (-0,3%) pour la première fois depuis un an. C'est principalement en raison de l'investissement productif (-3,2%) et de la consommation des ménages (-0,5%). Si le PIB parvient à se stabiliser sur le trimestre, c'est grâce à une baisse des importations (-1%) plus significative que celle des exportations (-0,6%). Le repli de la consommation des ménages intervient alors que les revenus réels croissent de nouveau (+3,8% sur un an

Demande intérieure : évolution depuis le Covid



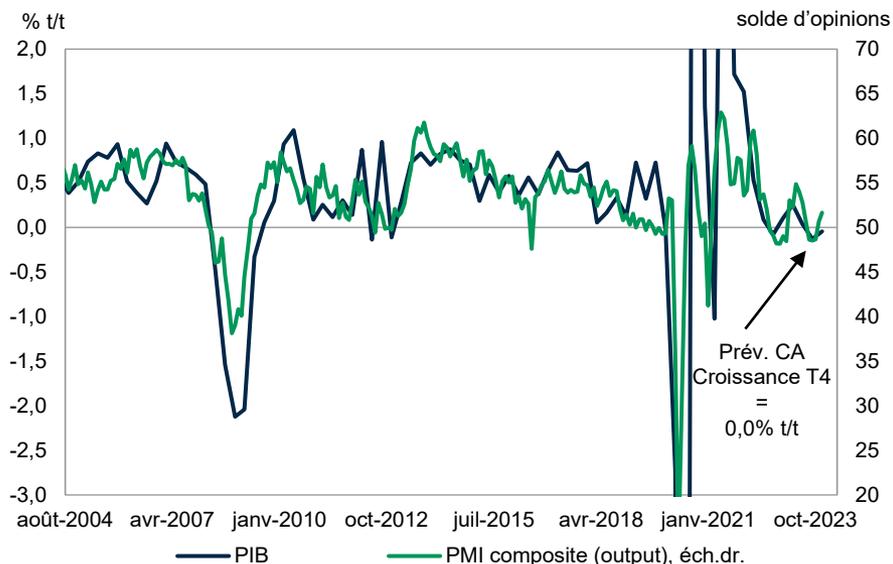
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

au T3, après +2,9% au T2) et semble s'expliquer par un comportement d'épargne de précaution (le taux d'épargne a atteint 10,3% au T3, après 9,7% au T2) : en effet, il est tout à fait possible que les ménages épargnent en anticipation de hausses du coût de service de la dette (notamment pour les ménages qui doivent refinancer leur crédit dans les mois à venir) et/ou en anticipation d'une détérioration du marché du travail. En revanche, la baisse de l'investissement productif n'est pas surprenante. Elle intervient après deux trimestres de forte croissance et semble s'expliquer en partie par l'expiration le 1^{er} avril 2023 de la « *super deduction allowance* » (mesure fiscale mise en place par le gouvernement entre le 1^{er} avril 2021 et le 31 mars 2023 permettant aux entreprises de déduire de leurs profits imposables 130% du montant investis en actifs éligibles).

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

ENQUÊTES PMI : AMÉLIORATION DU CLIMAT DES AFFAIRES EN FIN D'ANNÉE

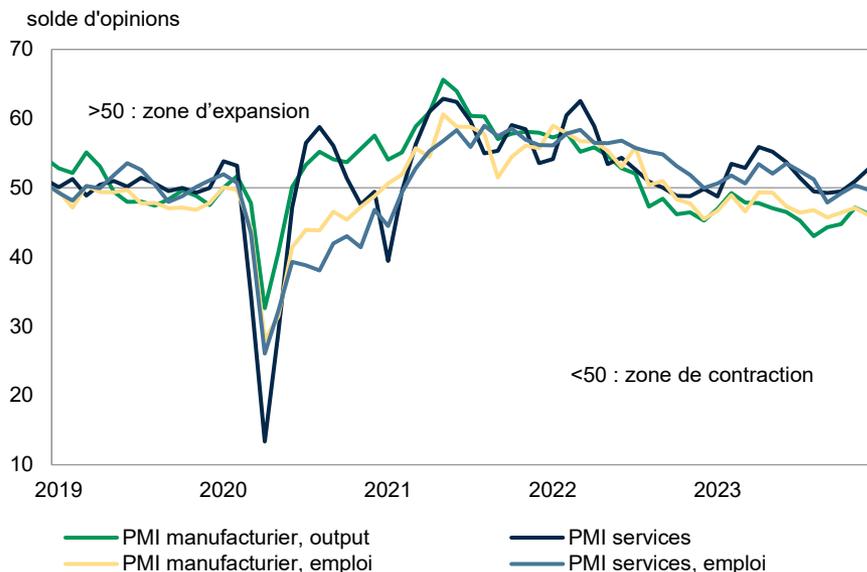
Les indices PMI suggèrent une croissance nulle au T4 après -0,1% au T3



Sources : ONS, S&P Global PMI /CIPS données à fin décembre, CA SA / ECO

Après la récente révision par l'ONS des comptes nationaux trimestriels, le taux de croissance au T3 (-0,1% en variation trimestrielle) est ressorti en ligne avec le rythme suggéré en amont par les indices PMI (enquêtes auprès des directeurs d'achat dans le secteur privé). Au T4, l'indice PMI composite est compatible avec une stabilisation de l'activité (en ligne avec notre prévision). En décembre, le taux de croissance atteindrait un plus haut depuis juin. Toutefois, la dichotomie entre services et industrie est toujours présente. Alors que le PMI manufacturier reste en territoire de contraction pour le dixième mois consécutif (à 46 en moyenne au T4, après 44,2 au T3), le secteur des services semble accélérer (à 51,1, après 50,1 au T3), principalement grâce aux services professionnels et financiers. De manière générale, le maintien des taux d'intérêt

En décembre, la croissance aurait accéléré à son rythme le plus soutenu depuis juin, grâce aux services



Sources : S&P Global PMI/CIPS données à fin décembre, CA SA / ECO

inchangés par la BoE depuis septembre et les anticipations de baisse des taux en 2024 semblent nourrir les espoirs d'une reprise modeste de la demande. Dans les services en général, les nouvelles commandes enregistrent deux mois consécutifs de hausse. Dans l'industrie il y a aussi un léger mieux : certes, les nouvelles commandes baissent toujours, mais moins vite. Ce frémissement de la demande domestique semble s'accompagner d'une stabilisation des prix des biens (après plusieurs mois de baisses) et des hausses toujours soutenues des prix dans les services (57,8 en moyenne au T3 et au T4). Toutefois, les pressions inflationnistes dans les services sont surtout nourries par la croissance des salaires (7,4% sur les trois mois à fin octobre), la plus élevée étant dans les services financiers (8,3%).

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

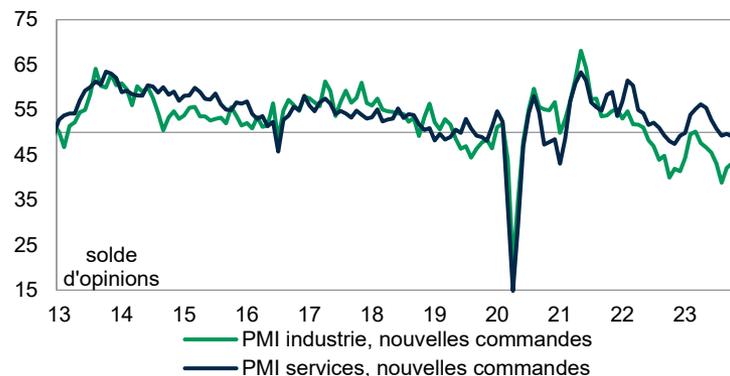
PRESSIONS INFLATIONNISTES : DICHOTOMIE ENTRE PRIX DES BIENS ET PRIX DES SERVICES

Inflation toujours négative des prix à la production



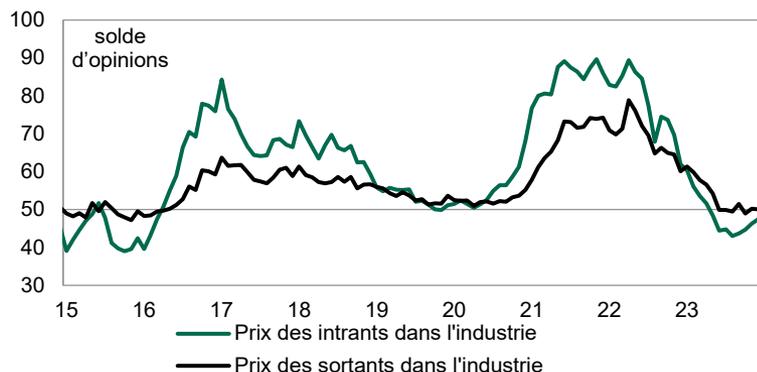
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Léger rebond de la demande dans les services



Sources : S&P Global PMI / CIPS - PMI industrie à fin décembre, Crédit Agricole SA / ECO

Stabilisation des prix dans l'industrie



Sources : S&P Global PMI / CIPS - PMI industrie à fin décembre, Crédit Agricole SA / ECO

Pressions inflationnistes dans les services, nourries par les salaires

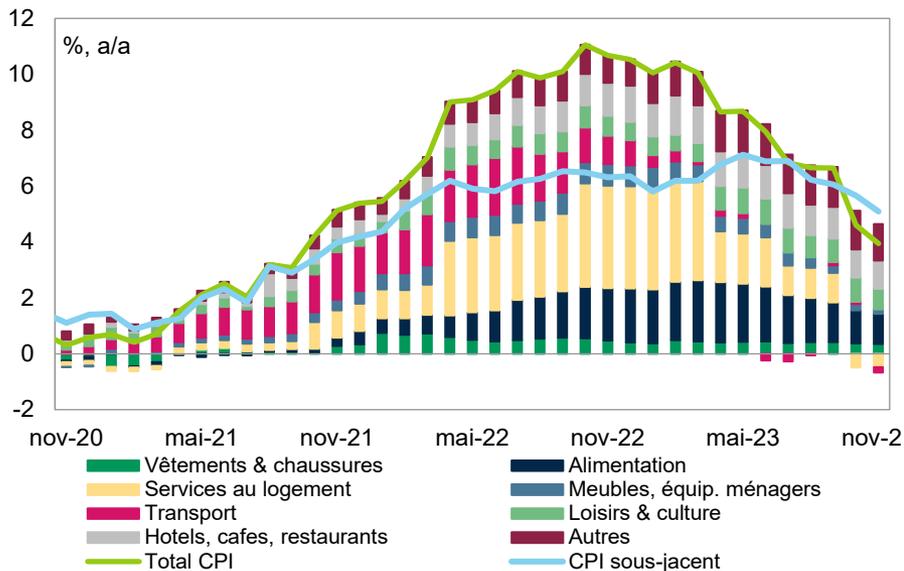


Sources : S&P Global PMI / CIPS - PMI services à fin décembre, Crédit Agricole SA / ECO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

UN TAUX D'INFLATION QUI RESTE ÉLEVÉ DANS LES SERVICES

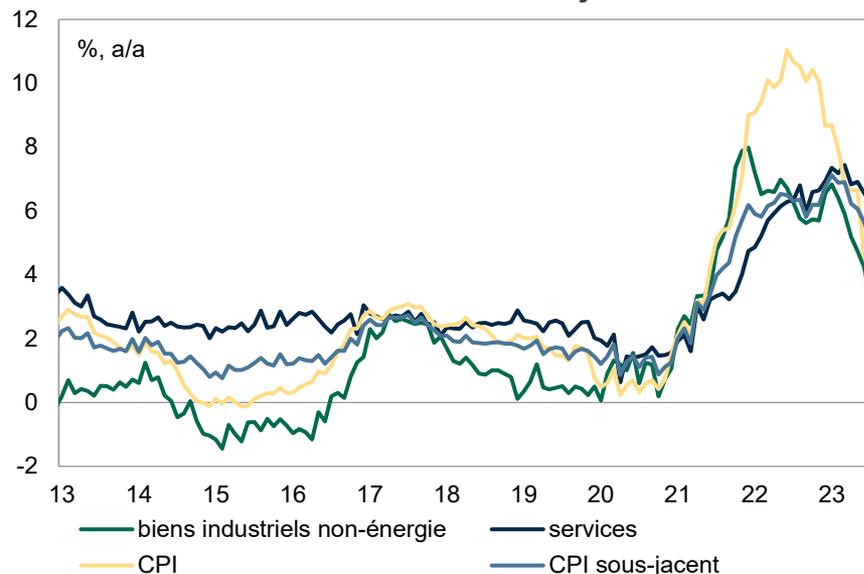
Inflation CPI et contributions par composantes principales



Sources : données à fin novembre de l'ONS, calculs Crédit Agricole SA / ECO

Le taux d'inflation CPI a baissé plus fortement que prévu en novembre, à 3,9% depuis 4,6% en octobre, tiré à la baisse par les composantes « transport », « loisirs et culture » et « produits alimentaires et boissons non-alcoolisées ». L'inflation sous-jacente, mesurée par l'indice CPI hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac, atteint 5,1% sur un an (contre 5,7% en octobre et un plus haut à 6,9% en juillet), un plus bas depuis janvier 2022. Une nette modération est observée au niveau de l'inflation des biens industriels non-énergie : elle est désormais de 3,3%, contre 6,8% en mai, et s'explique par la baisse des coûts des matières premières, la normalisation des taux de fret ainsi que par la baisse de l'activité sur le marché immobilier. Les indices PPI mois consécutif en novembre (-2,6% selon l'indice PPI), tirée

La rigidité de l'inflation dans les services soutient l'inflation sous-jacente



Sources : données à fin novembre de l'ONS, Crédit Agricole SA / ECO

par les métaux et les intrants chimiques, et bien sûr le pétrole. Dans l'alimentaire, si l'inflation des prix à la consommation affiche une modération continue depuis mars (passant de 19,1% à 9,2%), il s'agit surtout d'effets de base, les prix continuant de progresser sur un pas mensuel. L'inflation dans les services chute à 6,3% (contre 6,6% en octobre), grâce aux services de transport, de récréation et aux divers services. Elle baisse aussi plus rapidement que prévu, mais il est clair que la désinflation y est moins rapide que dans la sphère des biens. C'est parce que les prix des services ont une plus forte composante coûts salariaux en raison d'une plus grande intensité en main-d'œuvre. Or, la croissance des salaires est restée soutenue (7,3% en moyenne sur les trois mois à fin octobre), bien qu'en modération aussi (pic à 7,9% en juin-août).

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

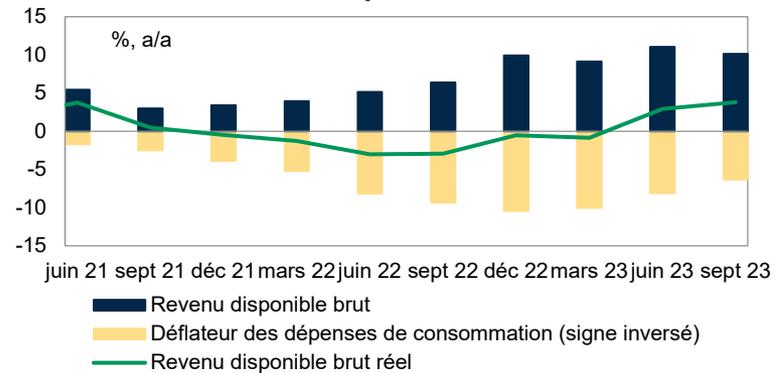
LES CONSOMMATEURS FONT GRISE MINE MALGRÉ UNE REPRISE DU POUVOIR D'ACHAT

Salaires réels : la fin du grand « squeeze »



Sources : ONS, données à fin octobre

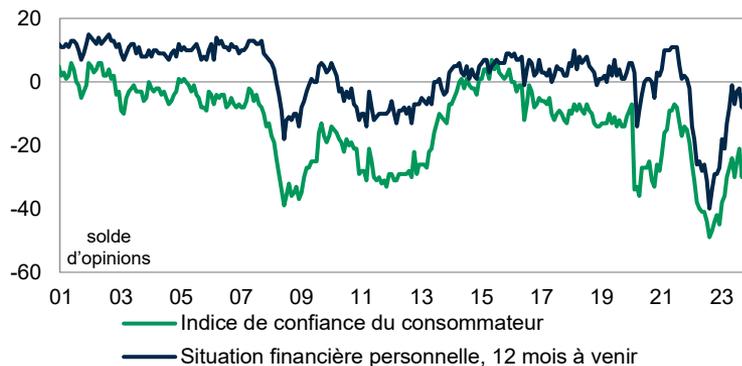
Le revenu réel disponible croît de manière soutenue depuis deux trimestres



Sources : ONS, Crédit Agricole SA/ ECO

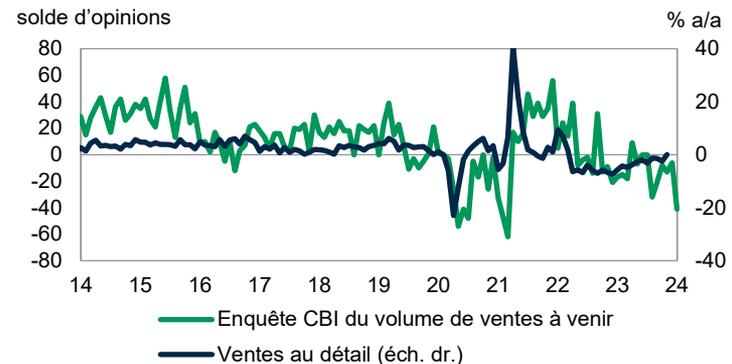
* Revenu disponible brut déflaté par le déflateur des dépenses de consommation

Le consommateur reste prudent



Sources : GfK, Crédit Agricole SA/ ECO

Le début de l'année semble morose pour le secteur du commerce au détail

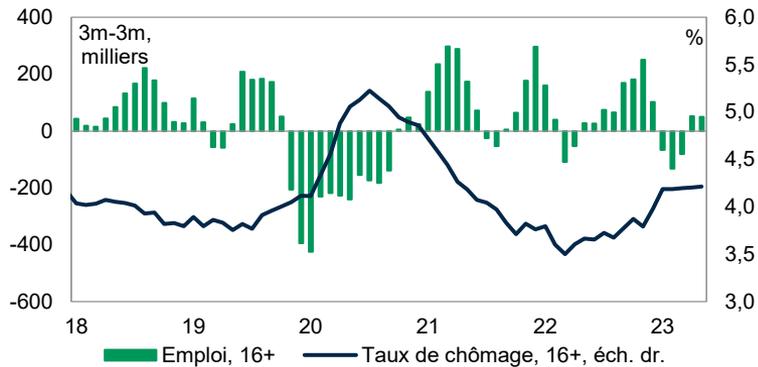


Sources : BoE, Crédit Agricole SA/ ECO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

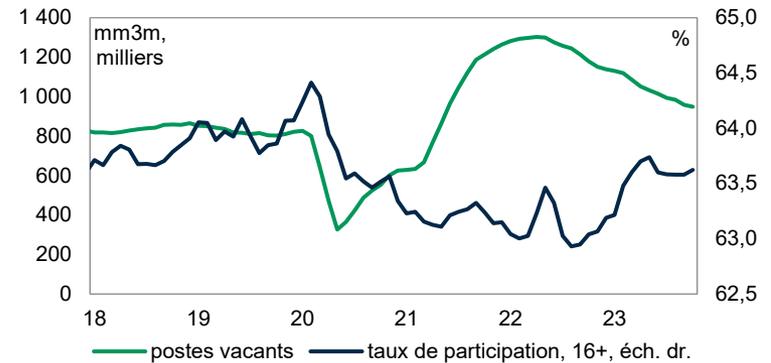
LES CONDITIONS SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL NE S'ASSOUPLEISSENT QUE LENTEMENT

Stabilisation au S2-2023 : le taux de chômage est inchangé à 4,2%, l'emploi patine



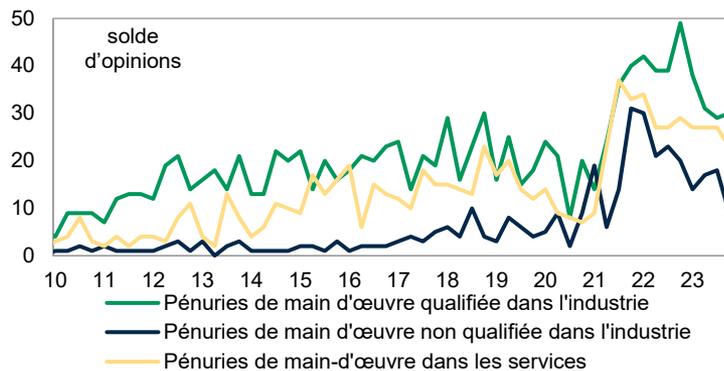
Sources : ONS (données expérimentales), CA SA / ECO

Résorption des déséquilibres demande/offre par une baisse de la demande : les postes vacants continuent de baisser alors que le taux de participation est stable



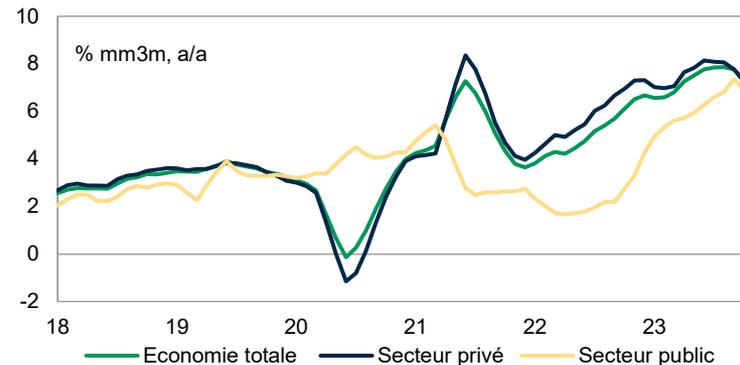
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Des difficultés de recrutement persistent



Sources : CBI, Crédit Agricole SA / ECO

La croissance des salaires reste soutenue, mais devrait avoir passé son pic

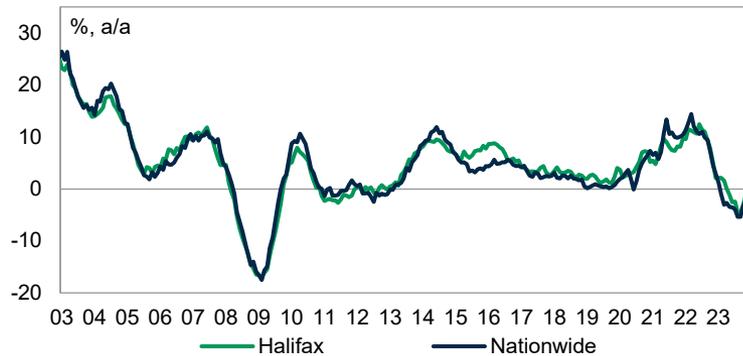


Sources : ONS, données à fin octobre, CA SA / ECO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

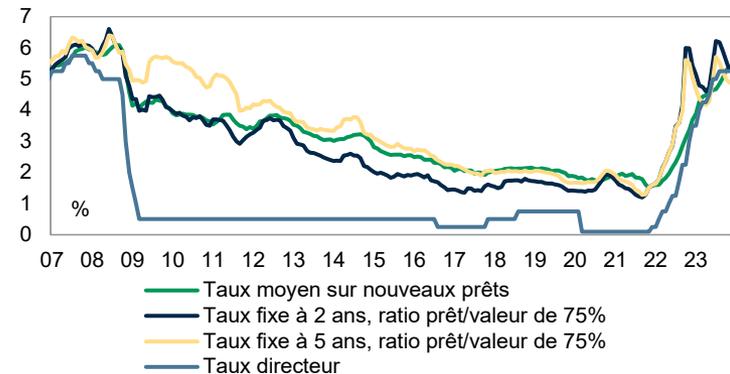
AMÉLIORATION DES PERSPECTIVES SUR LE MARCHÉ IMMOBILIER

Les baisses de prix ont ralenti dans le secteur résidentiel...



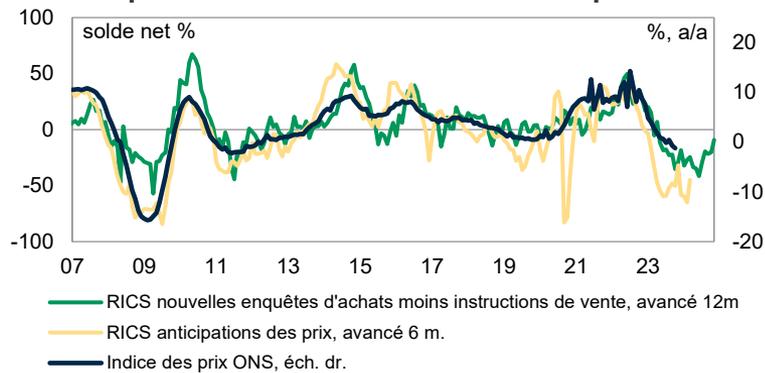
Sources : Halifax, Nationwide, Crédit Agricole SA / ECO

... grâce à une légère baisse des taux sur prêts immobiliers



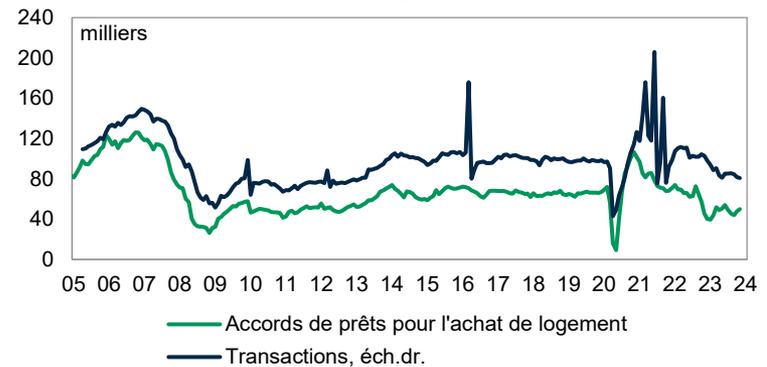
Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

Les enquêtes RICS sont devenues moins pessimistes sur les ventes et les prix



Sources : RICS, ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Les transactions ont continué de baisser mais les accords de prêt se stabilisent



Sources : BoE, HM Customs and Excise, données à fin novembre, Crédit Agricole SA / ECO

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

3 | LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

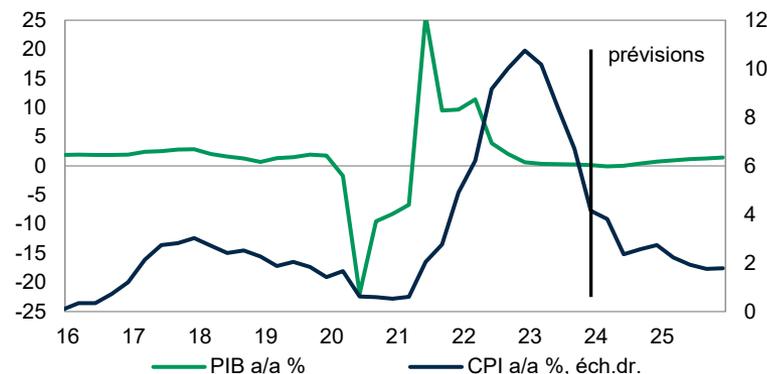
LA CROISSANCE DEVRAIT RESTER PROCHE DE ZÉRO À COURT TERME

Bien que l'activité ait enregistré un léger repli au T3, le scénario de récession, que nous anticipions trois mois auparavant pour le S2-2023, semble avoir diminué en probabilité au regard de l'amélioration récente des enquêtes de climat des affaires. Nous tablons à présent sur une croissance nulle au T4 et une relative stabilité de l'activité début 2024. Notre prévision de croissance annuelle pour 2023 est toutefois revue à la baisse à 0,3%, contre 0,5% précédemment en raison des révisions négatives par l'ONS de la croissance trimestrielle du T2 et du T3. Elle resterait du même ordre en 2024 (0,3%), avant une accélération en 2025 (à 1,2%, sous le potentiel estimé à 1,6% par l'OBR). Notre scénario reste relativement positif sur la consommation des ménages, mais plus pessimiste à court terme sur l'investissement que trois mois auparavant. La croissance de la demande intérieure totale ne devrait être que de 0,2% en 2023. Notre scénario table ensuite sur une quasi-stabilité de celle-ci en 2024 avant une accélération en 2025.

En voici les caractéristiques principales :

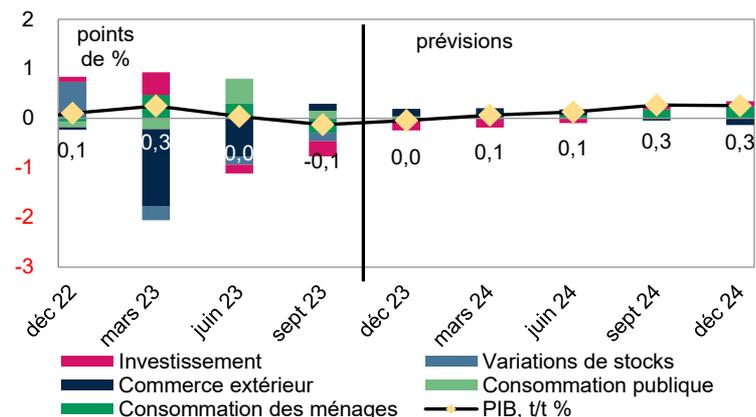
- **Résilience de la consommation des ménages.** Le pouvoir d'achat devrait continuer de croître solidement dans les prochains trimestres, bien que des risques à la hausse sur l'inflation, notamment des prix de l'énergie, persistent. Le taux d'épargne est supérieur à son niveau d'avant le Covid et l'excès d'épargne accumulé pendant la pandémie demeure significatif. La bonne santé des bilans des ménages devrait leur permettre de supporter le resserrement monétaire passé, d'autant plus que la BoE devrait entamer un cycle de baisses de taux au cours du S2-2024.
- **Contraction de l'investissement privé à court terme.** L'investissement productif a surpris positivement au S1-2023, aidé par les mesures d'État et bénéficiant d'un effet de rattrapage tardif *post*-pandémique. On anticipe une contraction de la formation brute de capital fixe jusqu'à la mi-2024 sous le poids, de plus en plus lourd, des taux réels, l'affaiblissement de la demande externe et des crédits d'impôts moins incitatifs.
- **Risques équilibrés.** D'une part, le climat géopolitique incertain fait peser des risques baissiers sur la croissance. D'autre part, l'économie américaine pourrait continuer de surprendre positivement et le scénario de récession sur lequel nous tablons pour le S2-2024 pourrait ne pas avoir lieu. Sur le plan intérieur, le gouvernement britannique pourrait également surprendre avec un assouplissement budgétaire plus important en vue des élections générales qui devraient avoir lieu au plus tôt au mois de mai et le plus probablement à l'automne.

Croissance du PIB et inflation CPI



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Croissance trimestrielle du PIB et contributions



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

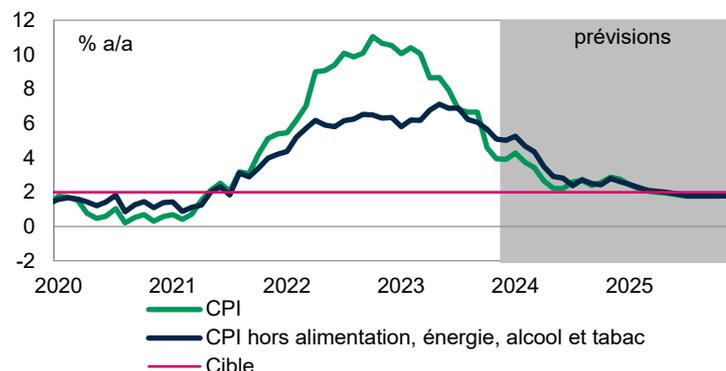
INFLATION PROCHE DE LA CIBLE MI-2024, BAISSÉ PLUS LENTE DE L'INFLATION SOUS-JACENTE

La baisse de l'inflation des prix à la consommation, mesurée par l'indice CPI, a été plus rapide que prévu cette année, passant de 10,2% au T1 à 6,7% au T3 et à 3,9% en novembre. Les surprises favorables sont liées à une décélération plus importante que prévu des prix des biens *core* (hors énergie et alimentation) et, plus récemment, des services. Dans l'ensemble, l'inflation sous-jacente n'a commencé à baisser qu'à partir de juillet (pic à 6,9%) pour atteindre 5,1% en novembre. Son reflux reste ralenti par des pressions domestiques encore soutenues en lien avec la croissance des salaires. Dans les services, où les prix ont une forte composante de coûts salariaux, l'inflation reste ainsi encore trop élevée (6,3% en novembre, contre 7,4% en juillet).

Début 2024, l'inflation devrait rebondir de nouveau temporairement. D'une part, les effets de base redeviennent défavorables (baisse moins importante anticipée pour janvier 2024 qu'en janvier 2023) et, d'autre part, les plafonds des tarifs de gaz et d'électricité ont augmenté de 5% en moyenne le 1^{er} janvier à 1 928 £ pour le T1-2024 (facture annualisée pour le ménage-type) par rapport au T4-2023. L'inflation sous-jacente quant à elle devrait continuer de refluer très graduellement. Elle est désormais supérieure à l'inflation totale et devrait le rester pendant la majeure partie de l'année prochaine.

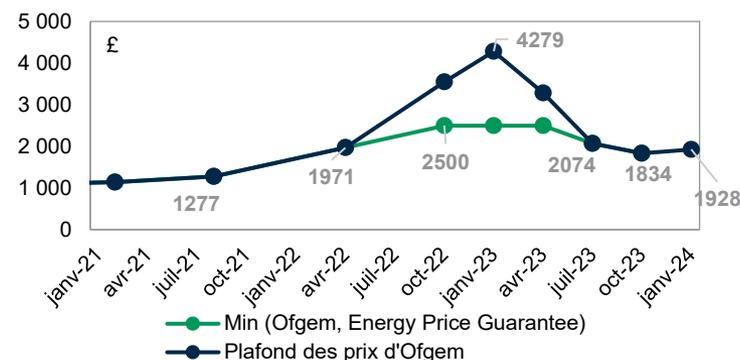
En raison des surprises à la baisse au cours des derniers mois, notre scénario est désormais plus optimiste sur la capacité de l'inflation à atteindre la cible. En effet, nos prévisions tablent sur une forte baisse au T2-2024, lorsque l'inflation s'approcherait de la cible. L'apparition de capacités excédentaires sur le marché du travail devrait contribuer à l'assagissement des pressions sur les prix : nous anticipons une hausse du taux de chômage dans les prochains mois qui passerait au-dessus de son taux de chômage d'équilibre au T2-2024 et continuerait d'augmenter au second semestre vers un pic à 4,8% fin 2024.

Inflation CPI et inflation sous-jacente



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Facture annuelle du ménage type (gaz et électricité)

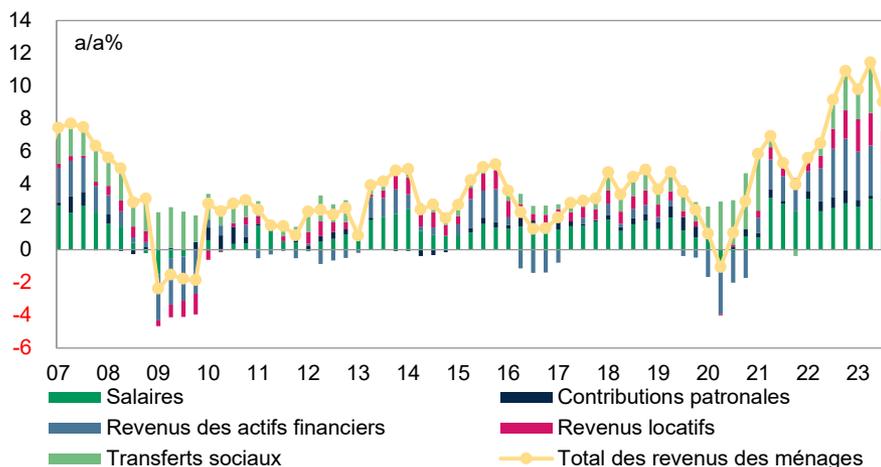


Sources : Ofgem, gov.uk., heatable.co.uk, Crédit Agricole SA / ECO

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

MÉNAGES : POUVOIR D'ACHAT EN HAUSSE, MAIS SERVICE DE LA DETTE AUSSI

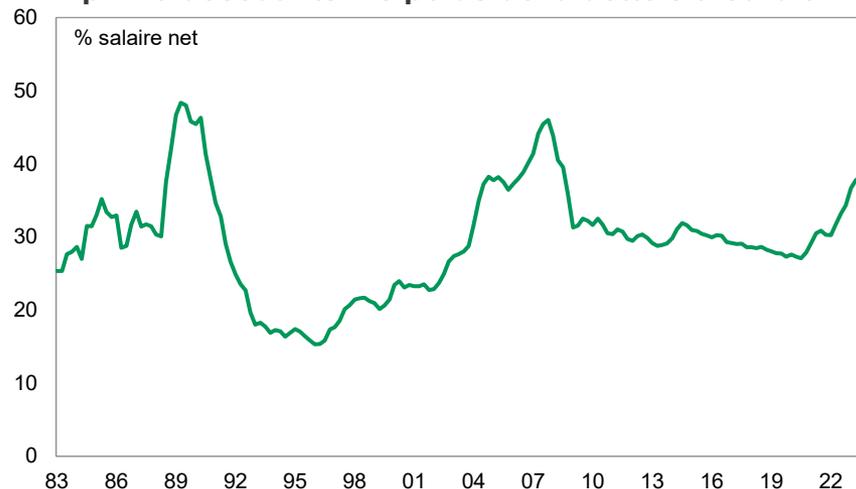
Croissance des revenus des ménages : vers une modération depuis des rythmes très élevés



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La consommation des ménages a plutôt bien résisté au cours de la première moitié de l'année 2023, progressant de 1,3% (T2-2023 par rapport à T4-2022), avant de se replier de 0,5% en variation trimestrielle au T3. Cette résilience s'explique par les aides de l'État pour faire face à la crise de l'énergie (d'octobre 2022 à juin 2023), les conditions tendues sur le marché du travail, ainsi que par une croissance élevée des revenus des actifs financiers et des revenus locatifs. La croissance du revenu disponible brut a ainsi atteint 11% sur un an au T2, un rythme record depuis le début des années 90. De plus, le repli de l'inflation a permis au revenu disponible réel de croître à nouveau : le pouvoir d'achat enregistre deux trimestres consécutifs de croissance positive atteignant 3,7% sur un an au T3. Son niveau est désormais supérieur à son pic du T2-2021 et devrait continuer de croître solidement dans les prochains mois, stimulé par une croissance des salaires qui devrait rester élevée encore cette année dans le privé et par la poursuite de la désinflation. Les ménages bénéficieront de plus, dès le mois de janvier, de la réduction de 2 pp des cotisations sociales payées par les salariés (soit une baisse annuelle de 450 livres pour un salarié gagnant

Remboursements de crédit immobilier pour les primo-accédants : le poids de la dette s'alourdit



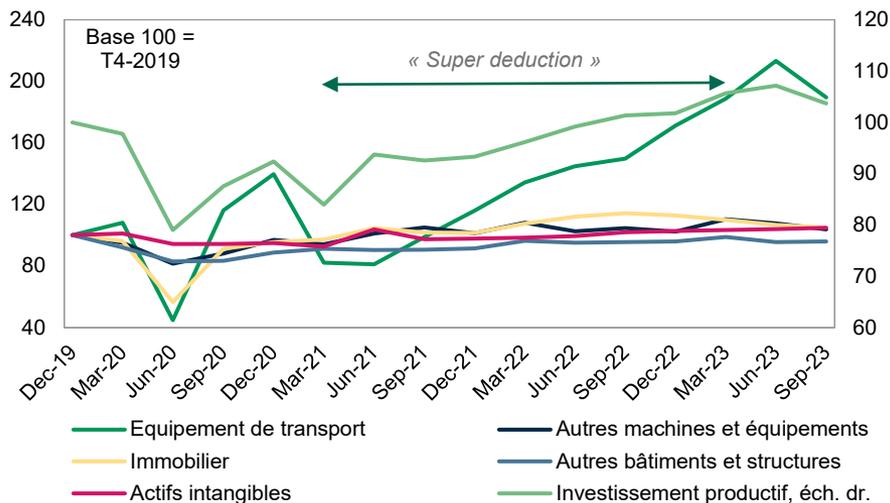
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

en moyenne 35 400 livres par an) et de 1 pp à 8% pour les auto-entrepreneurs en avril 2024. En outre, une augmentation de 9,8% du salaire minimum prendra effet en avril. Cependant, le consommateur britannique reste prudent et augmente son taux d'épargne (10,3% au T3, contre 7,9% au T1). Les raisons de prudence ne manquent pas : l'inflation demeure élevée et les conflits géopolitiques font planer le risque d'un nouveau choc sur les prix de l'énergie. Mais l'excès de précaution s'explique probablement surtout par le désir de constituer des réserves en amont d'un alourdissement du service de la dette (pour les ménages endettés qui n'ont pas encore refinancé leur crédit) ou en anticipation d'une détérioration du marché du travail. La croissance de la consommation des ménages devrait être de seulement 0,5% en moyenne annuelle en 2023 et rester faible en 2024 (0,3% en 2024), avant une accélération en 2025 (1,5%). Nous ne prévoyons donc pas d'effondrement : la bonne santé des bilans des ménages dans l'ensemble et un marché du travail résilient devraient leur permettre de supporter la hausse des taux, d'autant plus que la BoE devrait commencer à baisser ses taux plus tard cette année.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

INVESTISSEMENT : CONTRACTION EN 2024 AVANT UN REBOND EN 2025

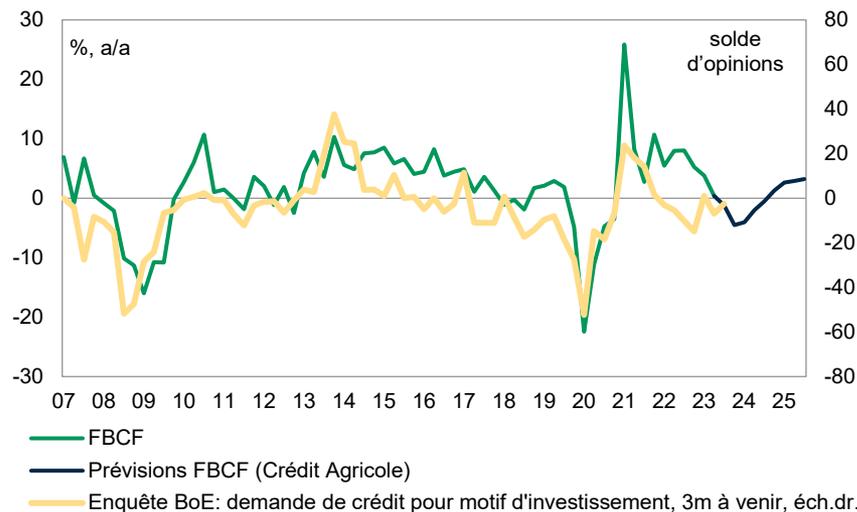
L'investissement productif a crû fortement au cours de la période de la « *super deduction* »



Sources : ONS, Crédit Agricole SA/ECO

Ces trois dernières années l'investissement productif a été impacté par des changements significatifs introduits par le gouvernement de Rishi Sunak dans la fiscalité des entreprises. Il s'agit de : 1) la mise en place, entre le 1^{er} avril 2022 et le 31 mars 2023, d'un allègement fiscal à hauteur de 130% des investissements en installations et machines au cours de la première année des dépenses (une « *super-deduction* » qui a offert une réduction d'impôt de 25 *pence* pour chaque livre de dépenses d'investissement en actifs éligibles) ; 2) la hausse du taux principal d'impôt sur les sociétés (à partir du 1^{er} avril 2023) de 19% à 25% pour les entreprises ayant un profit annuel supérieur à 250 000 £ ; 3) la passation en charges intégrale temporaire (« *temporary full expensing* ») qui accorde une déduction fiscale de 100% pour tous les investissements dans les usines et les machines entre avril 2023 et mars 2026 ; 4) la pérennisation de cette dernière mesure dans l'*Autumn statement* de novembre 2023 (« *permanent full expensing* »). Il semble que ces changements fiscaux ont eu un certain effet positif sur l'investissement productif au cours des deux années de la mise en place de la « *super-deduction* », notamment en actifs de transport, en équipements informatiques et en machines, mais que l'impact n'a pas été

La demande de crédit des entreprises continue de baisser



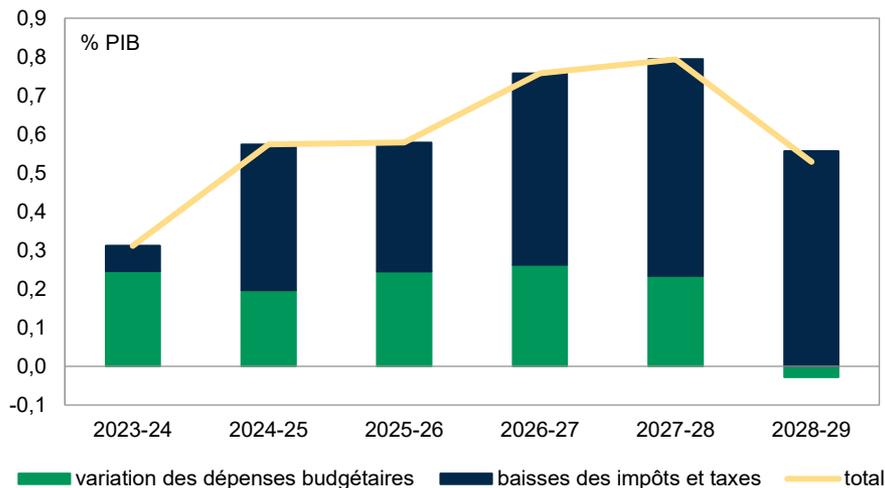
Sources : ONS, BoE Credit Conditions Survey T3-2023, Crédit Agricole SA/ECO

significatif (inférieur à 5% selon l'OBR). Néanmoins, on constate une progression solide de plus de 25% de l'investissement productif sur la période entre le T1-2021 et le T2-2023 malgré le contexte difficile (*Brexit*, crise énergétique, hausse annoncée de l'impôt des sociétés). La forte croissance de l'investissement productif pourrait refléter des raisons d'investir telles que la numérisation, l'efficacité, la durabilité et la maintenance. Enfin, des investissements dans des composantes volatiles, tels que des actifs en aéronautique, ont soutenu l'investissement au T2-2023. Nous anticipons une baisse de l'investissement en 2024 reflétant l'impact de la hausse des taux et la volatilité de l'investissement dans le secteur du transport. L'investissement productif se situe au T3-2023 3,7% au-dessus de son niveau du T4-2019, suggérant que la reprise cyclique est largement derrière nous. De plus, la décision du chancelier de pérenniser la déduction de la totalité des investissements en actifs éligibles devrait se traduire par une baisse à court terme de l'investissement productif, puisque l'incitation à anticiper les investissements a été supprimée. Enfin, l'investissement résidentiel devrait continuer de se contracter fortement cette année et l'année prochaine.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

UN NOUVEL ASSOUPLISSEMENT DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

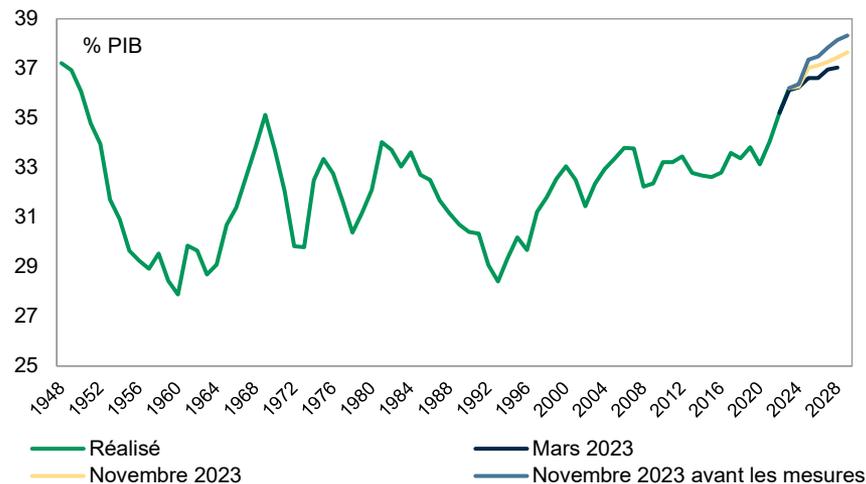
Mesures discrétionnaires en termes de coût budgétaire



Sources : OBR Economic and Fiscal Outlook – Novembre 2023, CA SA

Après l'assouplissement de mars 2023, le chancelier de l'Échiquier a annoncé un assouplissement budgétaire supplémentaire et d'une ampleur similaire (environ 0,6% du PIB), dans son *Autumn Statement* du 22 novembre 2023. Il s'agit du troisième assouplissement discrétionnaire le plus significatif depuis 2010, dépassé seulement par ceux de 2020. Il est rendu possible par l'amélioration des prévisions de déficit budgétaire grâce aux révisions à la hausse de la croissance passée et future. Bien que l'objectif du gouvernement reste une stimulation de l'offre (notamment encourager l'investissement et accroître la population active et l'emploi), les principales mesures annoncées représentent des baisses d'impôts, plutôt que des hausses des dépenses budgétaires. Les mesures-phare consistent en une réduction significative des cotisations sociales (*National Insurance Contributions*) sur les employés de 2 points de pourcentage à 10% dès le mois de janvier 2024, soit une baisse annuelle de 450 livres pour un salarié gagnant en moyenne 35 400 livres par an et en la pérennisation de la déduction de la totalité des dépenses en capital (*full*

Impôts et taxes en % du PIB : vers un record post-guerre malgré les allègements



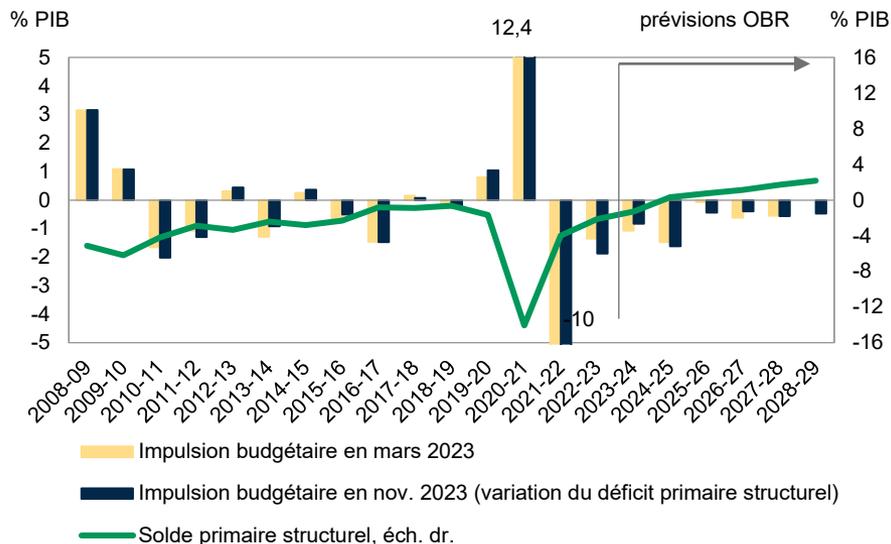
Sources : OBR Economic and Fiscal Outlook – Novembre 2023, prévisions OBR

expensing) pour les investissements éligibles dans de nouvelles installations ou de nouvelles machines, pouvant atteindre 25 *pence* pour chaque livre investie. D'autres mesures, moins onéreuses, consistent en la prolongation de la réduction d'impôt de 75% pour les entreprises dans les secteurs du commerce, de l'hospitalité et des loisirs jusqu'en 2025 ; une hausse des prestations sociales de 6,7% en avril 2024 pour les personnes en âge de travailler et une hausse des allocations logement. Le gouvernement a en outre confirmé son engagement d'augmenter le salaire minimum de 9,8% à 11,44 livres de l'heure en avril prochain. Les nouvelles mesures portent à 104 milliards de livres le soutien total au pouvoir d'achat sur la période 2022-25, soit 3 700 livres par ménage en moyenne. Elles devraient à court terme donner une petite impulsion à la demande par rapport à l'offre (ce qui accessoirement plaide pour un prolongement du *statu quo* par la BoE), mais à long terme elles devraient avoir un effet bénéfique sur l'offre avec une hausse du niveau du PIB potentiel estimé à 0,3%.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE RESTE RESTRICTIVE

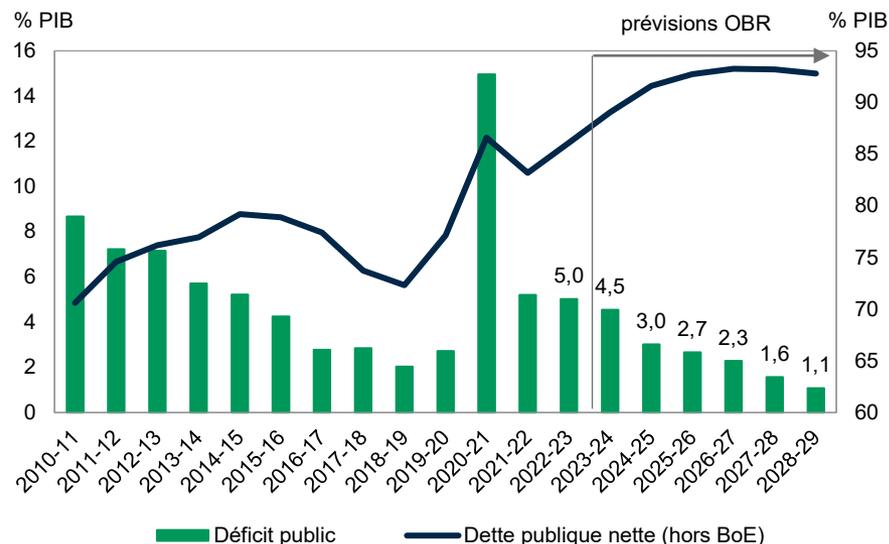
L'impulsion budgétaire restera négative dans les prochaines années



Sources : OBR Economic and Fiscal Outlook – Novembre 2023, CA SA

Malgré les assouplissements successifs, la politique budgétaire restera restrictive avec un solde primaire structurel qui devrait redevenir excédentaire cette année (0,3% du PIB), après plus de vingt ans de déficit, et continuer de croître dans les prochaines années. Cet effort de consolidation budgétaire permettrait au gouvernement de remplir son mandat consistant à ramener la dette publique sur une trajectoire baissière à l'horizon des cinq prochaines années avec un pic atteint 93,2% du PIB en 2026/27, selon les prévisions de l'OBR, et une marge de manœuvre de 13 milliards de livres (0,4% du PIB). Le déficit budgétaire devrait être ramené à 3% dès 2024/25. Le ratio de dette brute du gouvernement général sur PIB (dette du gouvernement central et

Règles budgétaires : dette publique en baisse à l'horizon de cinq ans & déficit budgétaire < 3%



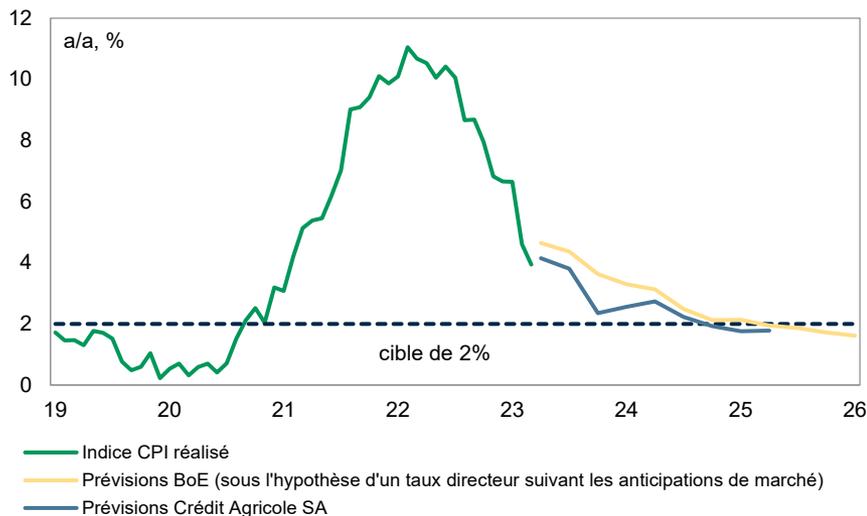
Sources : OBR Economic and Fiscal Outlook – Novembre 2023

local incluant les actifs liquides) devrait atteindre 103,8% en 2026/27. Malgré les mesures annoncées en novembre, l'OBR estime que le poids de la fiscalité (mesuré par le ratio recettes fiscales nationales sur PIB) atteindrait un nouveau record historique depuis 1945 à 37,7% en 2028-29. Cela reflète en partie les mesures annoncées entre mars 2020 et 2022 telles que le gel des seuils de l'impôt sur le revenu jusqu'en 2025/26, l'introduction d'une taxe pour financer le système de santé (*Health and Social Care Levy*) et le maintien de l'impôt sur les sociétés à 19% (au lieu de le baisser à 17% comme promis initialement), puis sa hausse à 25% le 1^{er} avril 2023.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

POLITIQUE MONÉTAIRE : « RESTRICTIVE POUR UNE PÉRIODE PROLONGÉE »

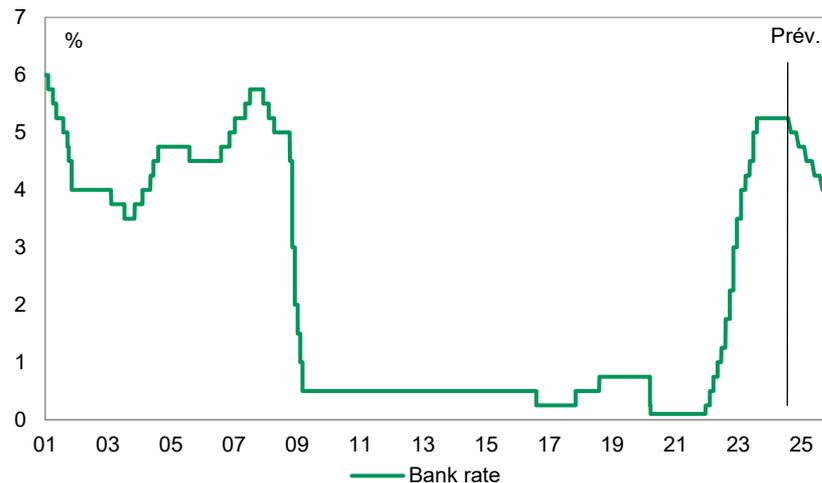
Inflation CPI : la cible pourrait être atteinte plus tôt que prévu par la BoE



Sources : ONS (données mensuelles à fin novembre), BoE (monetary policy report de novembre 2023), Crédit Agricole SA

La BoE devrait avoir atteint le pic de son resserrement monétaire avec un dernier tour de vis en août 2023 portant le taux directeur à 5,25%, un plus haut depuis quinze ans. Elle a ensuite globalement surpris par une tonalité *hawkish*, allant à l'encontre des anticipations de marché. Toute baisse de taux à brève échéance semble peu probable. Selon la BoE « la politique monétaire devrait rester restrictive pour une période prolongée » afin de ramener l'inflation à la cible de 2% de manière soutenable à moyen terme. Le comité de politique monétaire considère que « les indicateurs clés de persistance de l'inflation restent élevés » et n'exclut toujours pas la possibilité d'un resserrement supplémentaire des taux, si les pressions inflationnistes venaient à persister. À cet égard, « le MPC continuera de surveiller de près les indicateurs de persistance de l'inflation et de résilience de l'économie dans son ensemble, notamment un ensemble de mesures des tensions des conditions sur le marché du travail, la croissance des salaires et le taux d'inflation des prix dans les services ». La majorité des membres du MPC continue de juger que les risques

Taux directeur : pic atteint et baisses à partir d'août prochain



Sources : ONS, Crédit Agricole SA/ECO

autour de l'inflation CPI à moyen terme sont orientés à la hausse, risques d'abord domestiques, en lien avec un marché du travail toujours tendu et la hausse à venir du salaire minimum, et, ensuite, externes, en raison de la guerre au Proche-Orient. Le MPC souhaite observer avant tout une tendance baissière plus prononcée de la croissance des salaires et de l'inflation dans les services. Les données récentes ayant montré une baisse plus forte que prévu de la modération de la croissance des salaires sont de nature à rassurer, diminuant la nécessité de relever les taux davantage. Nous avons repoussé de mai à août la première baisse de taux : les baisses d'impôts annoncées par le gouvernement en novembre ont davantage fait pencher la balance en faveur du maintien de taux élevés pour plus longtemps. De plus, dans le cadre de campagne électorale, il est possible que le gouvernement annonce un assouplissement budgétaire supplémentaire dans son budget du 6 mars prochain.

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
12/01/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
10/01/2024	Vidéo – Point économique de l'année 2023 et perspectives 2024 avec Isabelle Job-Bazille	Monde
29/12/2023	Égypte – Des menaces sur ses quatre principales rentes	Moyen-Orient - Afrique du Nord
27/12/2023	Royaume-Uni – L'inflation surprend de nouveau à la baisse	Royaume-Uni
22/12/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
22/12/2023	Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : Fluctuat nec mergitur	Monde, scénario
21/12/2023	Chine – Les temps difficiles	Asie
21/12/2023	France – L'Insee revoit sa copie, moins d'inflation mais aussi moins de croissance pour 2023	France
21/12/2023	Parole de banques centrales – La Bank of England reste prudente et continue de voir des risques haussiers sur l'inflation	Royaume-Uni
20/12/2023	Parole de banques centrales – BCE : un pas de plus vers une double normalisation	Zone euro
19/12/2023	Géopolitique – La guerre des émotions nous traverse. Apprenons à la connaître	Géopolitique
19/12/2023	Métallurgie – De l'ampoule à l'obus, le tungstène entretient la flamme	Mines & métaux
15/12/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
14/12/2023	Allemagne – Un grand trou dans les finances publiques	Zone euro
14/12/2023	Arabie saoudite – Croissance zéro ou récession attendue cette année, l'économie pétrolière reste trop pro-cyclique	Moyen-Orient - Afrique du Nord
14/12/2023	Afrique sub-saharienne : quels effets du changement climatique sur les économies de la région ?	Afrique
14/12/2023	Argentine – Une histoire sans fin	Amérique latine
12/12/2023	France – La Banque de France propose une autre lecture de la baisse de la productivité récente	France
08/12/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
08/12/2023	Chimie – Le graphène va-t-il détrôner la fibre de carbone ?	Chimie
07/12/2023	Égypte – Une probable extension du plan de soutien du FMI dans un contexte difficile	Moyen-Orient - Afrique du Nord
07/12/2023	Entre la Chine et les États-Unis, la Corée a toujours besoin de la mondialisation heureuse	Asie
06/12/2023	France – La croissance révisée à -0,1% au troisième trimestre, une histoire pas tellement modifiée	France
06/12/2023	Allemagne – L'industrie bénéficiera de subventions sur les prix de l'électricité	Zone euro
05/12/2023	Zone euro – Se réjouir du reflux de l'inflation à 2,4%, mais veiller aux prochaines pressions à la hausse	Zone euro
01/12/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde

Slavena Nazarova

+33 1 43 23 21 40 📞

slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr



Achévé de rédiger le 9 janvier 2024



**MERCI DE VOTRE
ATTENTION**

POUR CONSULTER OU VOUS ABONNER
À NOS PUBLICATIONS SUR INTERNET :
<http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

Nos publications économiques non confidentielles sont également accessibles sur l'application « Études Eco » disponible sur [l'App Store](#) et sur [Google Play](#)

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef :** Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit - **Statistiques :** Datalab ECO

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.