ROYAUME-UNI
SCENARIO 2021-2022

DES PERSPECTIVES REVUES À LA HAUSSE GRÂCE À LA VACCINATION

28 avril 2021

Slavena NAZAROVA

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ

ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

SOMMAIRE

1 Synthèse de notre scénario

2 Situation sanitaire et dernières tendances économiques

3 Les bases de notre scénario

4 Après le *Brexit*, focus sur le risque d'indépendance de l'Écosse

SYNTHÈSE

DES PERSPECTIVES REVUES À LA HAUSSE

Une croissance plus forte qu'anticipé au tournant de l'année, un déploiement rapide de la vaccination et une nouvelle extension du soutien budgétaire à court terme nous ont conduits à réviser à la hausse notre prévision de croissance pour 2021, de 4,5% à 5,6%. L'assouplissement des restrictions sanitaires, conformément à la feuille de route gouvernementale du 22 février, devrait permettre un rebond de la consommation et de la production à partir du deuxième trimestre. Le plan d'assouplissement devrait se dérouler comme prévu et nous ne prévoyons pas dans notre scénario central de nouvelle vague de Covid susceptible de déclencher un nouveau confinement plus tard dans l'année. Sur le plan national et mondial, les entreprises et les consommateurs se sont de mieux en mieux adaptés aux restrictions sanitaires. Au Royaume-Uni, le PIB a progressé au quatrième trimestre, malgré le confinement mis en place en Angleterre en novembre et les mesures de distanciation sociale mises en œuvre dans l'ensemble du pays tout au long du trimestre. Les aides gouvernementales aux entreprises et aux ménages ont été prolongées jusqu'en septembre et de fortes incitations fiscales destinées à encourager les entreprises à investir ont été annoncées pour 2021 et 2022.

La confiance des ménages et des entreprises suggère un net rebond de la consommation et de l'activité dans les mois à venir. Nous prévoyons toujours une reprise partielle au deuxième trimestre avec l'assouplissement progressif des mesures de confinement, suivie d'un pic de croissance au troisième trimestre, période à laquelle le gouvernement souhaite mettre fin à toutes les restrictions sociales. Dans notre scénario, le PIB retrouve son niveau d'avant-crise au premier trimestre 2022.

Nous prévoyons une contraction de l'activité de 1,6% au premier trimestre (contre -4% attendu par la Banque d'Angleterre). À -2,2% en variation mensuelle, le recul du PIB a été moins fort qu'attendu en janvier, malgré la mise en place d'un confinement national strict (similaire à celui qui avait été mis en place au deuxième trimestre 2020) et malgré des frictions commerciales *post-Brexit* aiguës, qui ont conduit à un effondrement des exportations vers l'UE en janvier (baisse de 45% en volume sur le mois). L'activité a rebondi de 0,4% en février, soutenue par un retour à la croissance du secteur des services lié à une légère reprise du commerce de gros et de détail.

Les risques entourant la reprise semblent plus équilibrés qu'auparavant, mais restent orientés à la baisse. Côté risques haussiers, les ménages pourraient reprendre leurs habitudes de dépense normales plus tôt que prévu et décider d'utiliser une plus grande partie de leur épargne accumulée. Côté baissier, les risques liés au Covid-19 restent importants : retards dans les programmes de vaccination au niveau mondial, apparition de variants résistant aux vaccins et possibilité de nouvelles périodes de restrictions de l'activité économique. Au-delà de la situation sanitaire, le *Brexit* reste une source d'incertitude, le secteur privé continuant de s'adapter aux nouvelles barrières commerciales sur fond de tensions persistantes entre l'UE et le Royaume-Uni. Les élections du Parlement écossais, le 6 mai, représentent un autre risque spécifique pour le Royaume-Uni : en effet, elles aboutiront probablement à une majorité indépendantiste avec un SNP confirmant sa première place au Parlement écossais.

Dans un contexte de nouvelles largement positives concernant les perspectives économiques à court terme, la Banque d'Angleterre (BoE) a changé de position et semble désormais se placer davantage du côté *hawkish* des Banques centrales mondiales. Alors qu'en fin d'année dernière elle envisageait encore la possibilité de taux directeurs négatifs, elle semble désormais confiante dans son projet de réduire le rythme de ses achats d'actifs dès cette année. **Par conséquent, nous ne prévoyons plus d'annonce de renforcement du programme d'assouplissement quantitatif (QE) en mai, à l'occasion de la prochaine réunion du Comité de politique monétaire.**

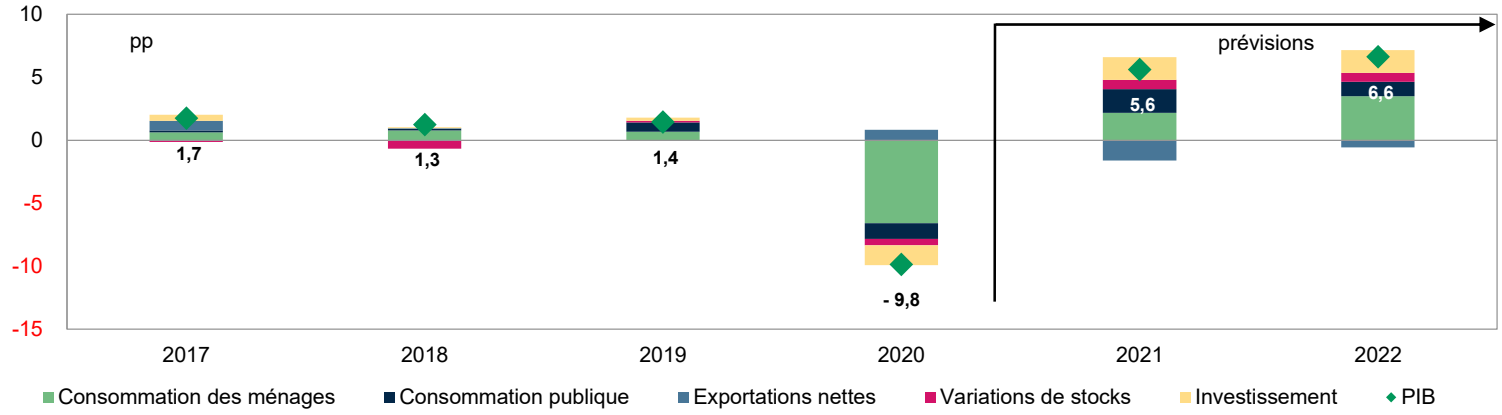
La BoE étudie actuellement sa stratégie de sortie, qui pourrait être annoncée dans les mois à venir. Celle-ci consistera probablement à dénouer le QE avant de remonter des taux directeurs, ce qui irait à l'inverse de l'approche annoncée jusqu'à présent.

Toutefois, les risques continuent de pencher du côté d'une nouvelle prolongation du QE plus tard dans l'année, surtout si la croissance venait à décevoir. En effet, si la BoE s'en tient à son plan d'assouplissement quantitatif actuel (portefeuille de gilts de 875 milliards de livres sterling fin 2021), elle devra réduire quasiment de moitié le rythme de ses achats après sa réunion de mai (de 4,4 à 2,3 milliards de livres par semaine) ou le réduire encore plus par la suite. Cela pourrait conduire à un resserrement injustifié des conditions financières, lequel pèserait à son tour sur les perspectives d'inflation (inflation que la BoE continue pour l'instant de prévoir à près de 2% à l'horizon de deux ou trois ans).

SYNTHÈSE

PRÉVISIONS

Contributions à la croissance annuelle du PIB



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

	variation moyenne annuelle, %				variation trimestrielle, %											
Royaume-Uni	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2020**				**2021**				**2022**			
					T1	**T2**	**T3**	**T4**	**T1**	**T2**	**T3**	**T4**	**T1**	**T2**	**T3**	**T4**
PIB (%)	1,4	-9,8	5,6	6,6	-2,8	-19,5	16,9	1,3	-1,6	2,0	3,9	2,5	1,4	0,5	0,5	0,4
consommation privée	1,1	-10,6	3,6	5,8	-2,6	-20,8	19,7	-1,7	-1,9	2,6	2,6	2,5	1,2	0,5	0,5	0,3
consommation publique	4,0	-6,5	9,5	5,6	-1,8	-17,3	15,8	6,7	-2,0	3,0	3,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
investissement	1,5	-8,8	9,9	9,5	-1,2	-20,7	19,0	4,4	0,0	2,0	3,0	3,0	2,0	2,0	2,0	2,0
variations de stocks*	0,1	-0,5	0,7	0,7	0,1	-0,7	0,5	1,4	-0,8	-0,2	1,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
exportations nettes*	-0,1	0,8	-1,6	-0,6	-2,5	3,4	-4,4	-1,5	0,7	-0,4	-0,1	0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4
Taux de chômage	3,8	4,6	5,5	5,7	4,0	4,3	4,9	5,1	5,1	5,2	5,5	6,2	5,9	5,8	5,6	5,4
Inflation (CPI, a/a%)	1,8	0,9	1,4	2,0	1,7	0,6	0,6	0,5	0,6	1,5	1,5	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0
Core CPI (YoY%)	1,7	1,4	1,5	2,0	1,6	1,4	1,3	1,3	1,1	1,5	1,5	1,8	1,9	2,1	2,1	2,0
Compte courant (% PIB)	-3,1	-3,5	-5,1	-4,4	-3,5	-3,0	-2,6	-4,8	na	na	na	na	na	na	na	na
Déficit public (% PIB)	-2,3	-14,2	-9,3	-4,1	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Dette publique (% PIB)	85,4	102,2	107,6	103,6	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Taux directeur**	0,75	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
Achats de titres (£ mds)	435	895	895	895	645	745	745	895	895	895	895	895	895	895	895	895

** Contributions à la croissance du PIB*

*** Fin de période*

Source: ONS, BoE, Crédit Agricole S.A.

SOMMAIRE

1 Synthèse de notre scénario

2 Situation sanitaire et dernières tendances économiques

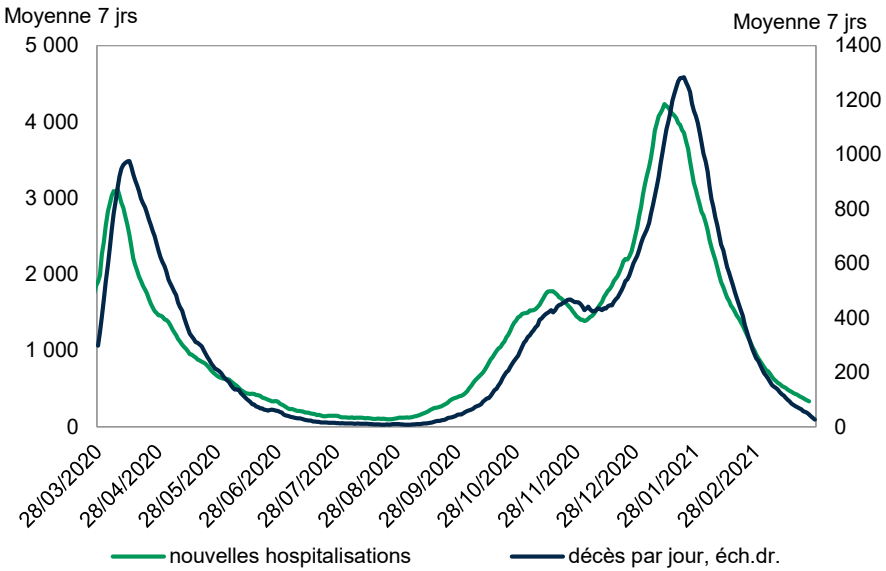
3 Les bases de notre scénario

4 Après le *Brexit*, focus sur le risque d'indépendance de l'Écosse

SITUATION SANITAIRE

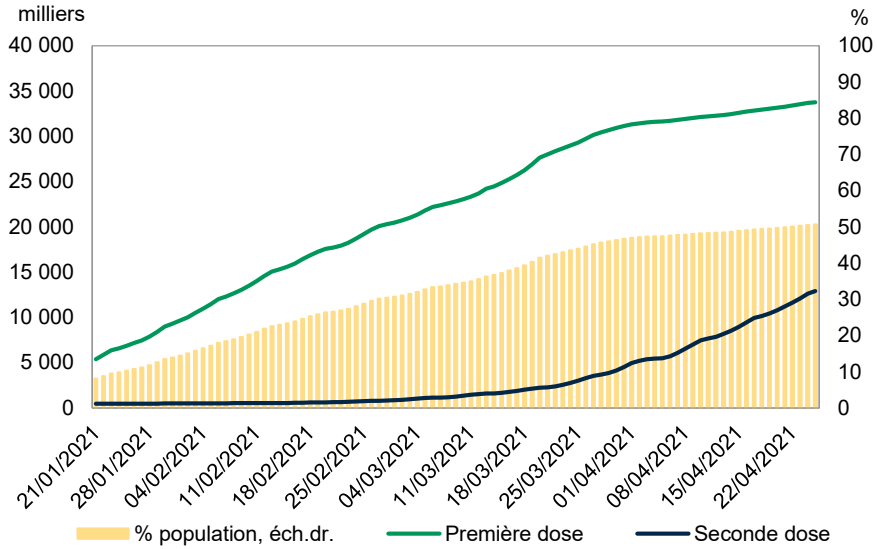
NETTE AMÉLIORATION

La crise sanitaire est passée sous contrôle



Source : gov.uk, Crédit Agricole SA / ECO

La moitié de la population a déjà reçu au moins une dose de vaccin



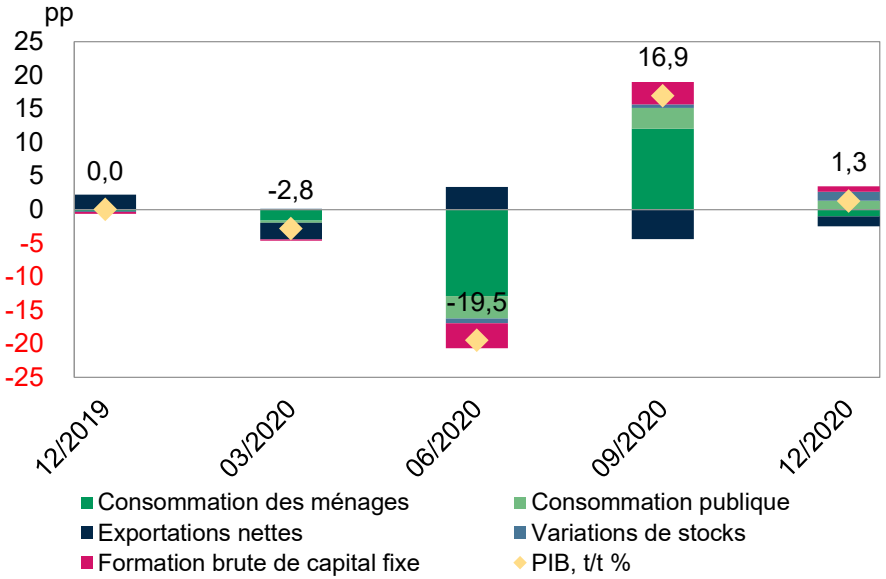
Source : gov.uk, Crédit Agricole SA / ECO

En janvier, le gouvernement a annoncé un plan prudent d'assouplissement du confinement qui a commencé le 8 mars avec la réouverture des écoles primaires et des collèges. Une autre série de restrictions ont été levées le 12 avril, notamment avec la réouverture des magasins non essentiels, de la restauration (en extérieur) et des services aux particuliers. Le prochain assouplissement est prévu le 17 mai avec la restauration en intérieur et la reprise de certains voyages internationaux. Le plan d'assouplissement du gouvernement vise une réouverture complète de l'économie le 21 juin au plus tôt. Le nombre de cas Covid-19 pourrait à nouveau augmenter avec la réouverture de l'économie, mais pour le moment, les nouvelles contaminations continuent de baisser à moins de 2000 cas par jour fin avril, soit un niveau proche de celui du mois d'août dernier. **Le programme de vaccination se poursuit à un rythme soutenu : 33 millions d'adultes (dont tous les plus de cinquante ans) ont maintenant reçu au moins une dose de vaccin et 12 millions ont reçu les deux doses. Le gouvernement veut offrir une première dose à tous les adultes d'ici la fin du mois de juillet.** Nous supposons que le plan d'assouplissement se déroulera comme prévu et n'envisageons pas de nouvelle vague de Covid qui déclencherait un nouveau confinement plus tard dans l'année.

DERNIÈRES TENDANCES ÉCONOMIQUES

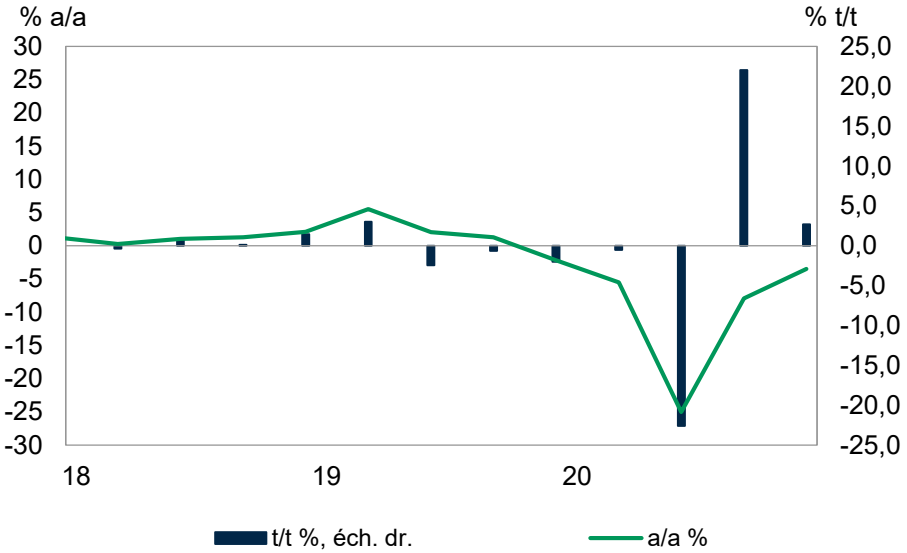
UNE DEMANDE INTÉRIEURE PLUS RÉSISTANTE AUX RESTRICTIONS LIÉES AU COVID-19

Contributions à la croissance trimestrielle du PIB : répartition par dépenses



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Croissance de la demande intérieure



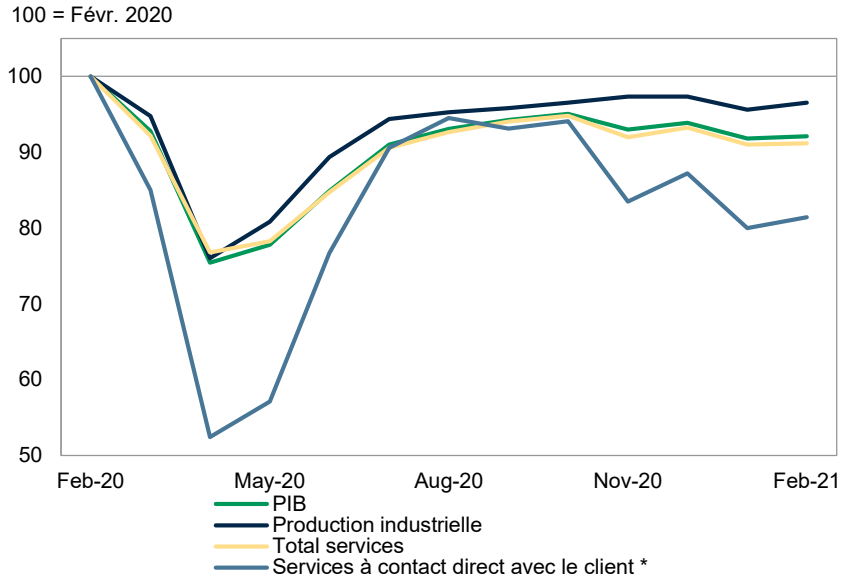
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La croissance du PIB a été plus forte que prévu au quatrième trimestre. Malgré le confinement mis en place en novembre en Angleterre et les mesures de distanciation sociale strictes mises en œuvre tout au long du trimestre dans l'ensemble du Royaume-Uni, la croissance du PIB est restée positive au quatrième trimestre**. Initialement estimée à 1% sur la période, la croissance du quatrième trimestre a ensuite été révisée à la hausse, à 1,3%.** Le quatrième trimestre a été marqué par la résilience de la consommation des ménages (-1,7% en variation trimestrielle), un rebond inattendu de l'investissement des entreprises (+5,9%), un énorme mouvement de reconstitution des stocks (contribuant pour 1,4 point de pourcentage à la croissance du PIB) avant la fin de la période de transition *post-Brexit*, ainsi que par une consommation publique très soutenue (+6,7% en variation trimestrielle). La contribution du commerce extérieur a été négative (-1,5 point de pourcentage) en raison d'une croissance des importations plus forte que celles des exportations (+11% et +6,1% respectivement par rapport au trimestre précédent). Malgré le troisième confinement annoncé le 4 janvier, d'une rigueur comparable à celui du confinement du deuxième trimestre 2020, le PIB a également moins baissé que prévu en janvier (-2,9%). Les écoles ont été fermées jusqu'au 8 mars et les magasins non essentiels jusqu'au 12 avril. **La relative résilience de la demande intérieure suggère que les consommateurs et les entreprises se sont adaptés aux restrictions sociales et que la baisse du PIB britannique au premier trimestre sera probablement moins forte qu'on ne le craignait initialement.** Nous attendons un recul de 1,6% par rapport au trimestre précédent, mais un recul moins prononcé ne serait pas une surprise.

DERNIÈRES TENDANCES ÉCONOMIQUES

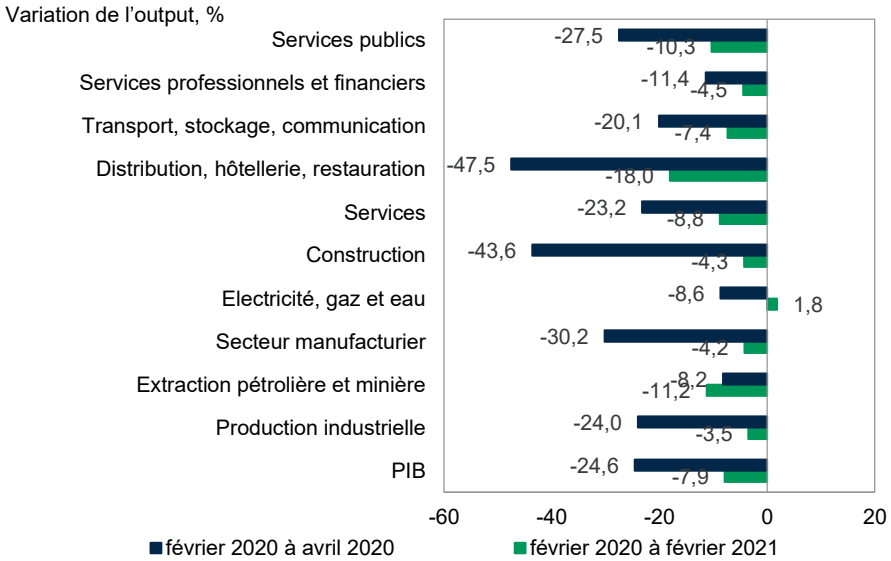
L'ACTIVITÉ A RENOUÉ AVEC LA CROISSANCE EN FÉVRIER ALORS QUE LE CONFINEMENT ÉTAIT ENCORE EN PLACE

La croissance a été pénalisée par les activités de service qui supposent un contact direct avec le public



** Indice agrégé construit par l'ONS incluant les secteurs de la vente au détail, la restauration, les voyages et le transport, la culture et les loisirs.*

Les principaux secteurs restent tous sous leur pic pré-pandémie



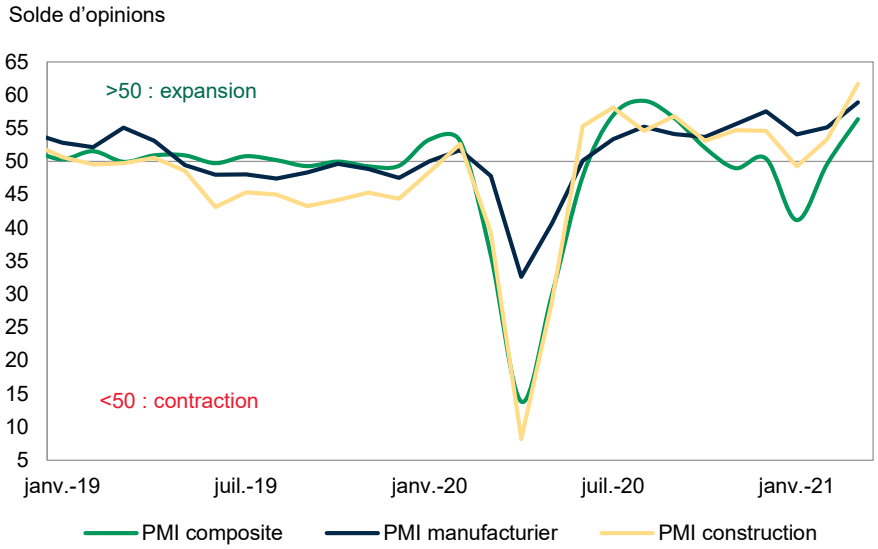
Sources des deux graphiques : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le PIB a progressé de 0,4% en février 2021, après un repli révisé à -2,2% en janvier. Le PIB est inférieur de 7,8% à son niveau de février 2020 et de 3,1% à celui d'octobre 2020 (premier pic *post*-crise). Après un repli de 2,5% en janvier dernier, l'activité dans le secteur des services a renoué avec la croissance en février même si la progression est modeste (+0,2% sur le mois) sur fond de restrictions sanitaires largement inchangées. C'est le commerce de gros et de détail qui le plus contribué à ce rebond, grâce à une légère augmentation des ventes. Dans l'ensemble, les principales composantes du PIB restent toutes inférieures à leurs niveaux d'avant la pandémie (ceux de février 2020), mais seuls les services sont nettement inférieurs à leur niveau d'octobre 2020 (premier pic de la phase de reprise), avec un retard de 3,9%. **L'activité dans les secteurs de services qui supposent un contact direct avec le public (commerce de détail, restauration, voyages, transports et loisirs) reste inférieure de près de 20% à son niveau d'avant la pandémie.** En ce qui concerne l'industrie, après une baisse de 1,8% en janvier, puis une remontée de 1,0% en février, la production industrielle retrouve son niveau d'octobre 2020 et mais est 3,5% sous son niveau avant la pandémie.

DERNIÈRES TENDANCES ÉCONOMIQUES

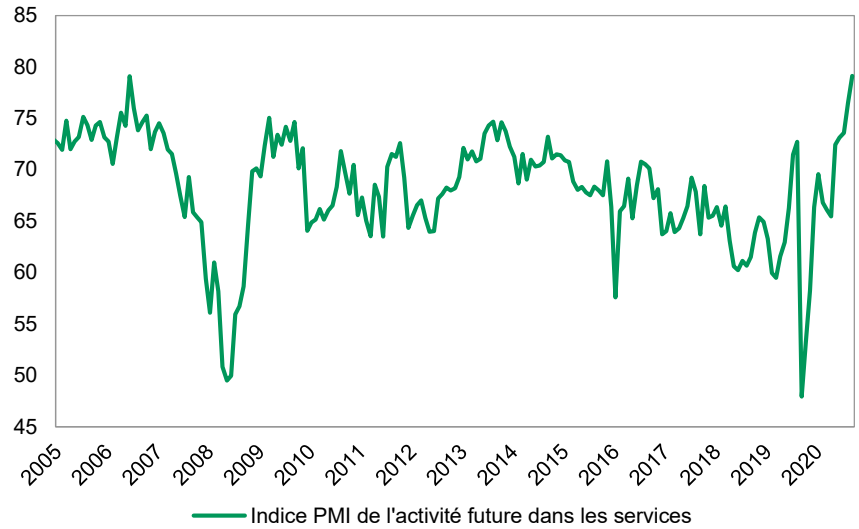
FORT REBOND DE LA CONFIANCE DES ENTREPRISES À L'APPROCHE DE LA PHASE 2 DE L'ASSOUPLISSEMENT DU CONFINEMENT

Les enquêtes PMI clairement en zone d'expansion en mars



Sources : IHS Markit, Crédit Agricole SA / ECO

Optimisme record depuis décembre 2006 dans le secteur des services



Sources : IHS Markit, Crédit Agricole SA / ECO

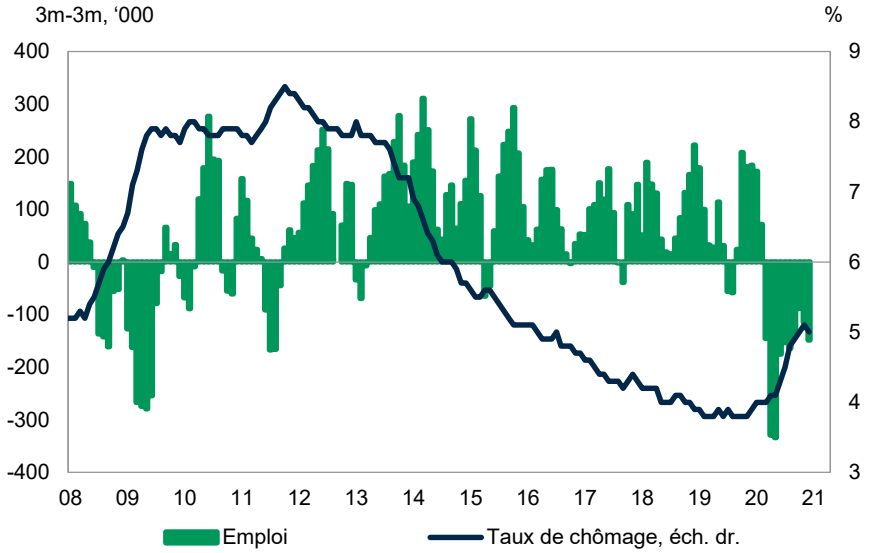
Les enquêtes montrent une nette amélioration de la situation pour le secteur des services en mars. Les indices portant sur l'activité, les nouvelles commandes et l'emploi se sont redressés, alors que l'Angleterre se préparait à la deuxième phase de l'assouplissement du confinement (réouverture de la restauration en extérieur, des commerces non essentiels et des services de soins à la personne, le 12 avril). L'indice PMI des services est passé de 49,5 en février à 56,3 en mars : c'est la première fois depuis octobre 2020 qu'il dépasse la barre de 50 (niveau qui sépare la contraction de l'expansion). Des créations nettes d'emplois ont été observées en mars dans le secteur des services pour la première fois depuis le début de la pandémie.

La progression de l'activité a atteint son rythme le plus soutenu depuis sept mois. Les nouvelles commandes ont fortement augmenté malgré une importante baisse des ventes à l'exportation. **La faiblesse des commandes en provenance de l'étranger est généralement attribuée soit aux restrictions sur les voyages internationaux, soit aux problèmes de vente aux clients de l'UE consécutifs au *Brexit*.** Malgré cela, l'assouplissement prochain des restrictions sanitaires a suscité une nouvelle amélioration des prévisions des entreprises pour l'année à venir. Cet indice d'activité future indique que l'optimisme est à son plus haut niveau depuis décembre 2006.

DERNIÈRES TENDANCES ÉCONOMIQUES

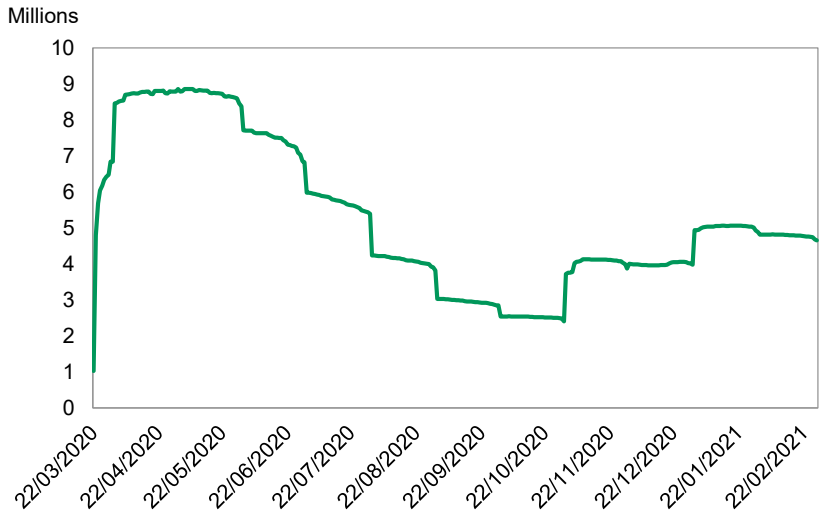
MARCHÉ DU TRAVAIL : SIGNES DE STABILISATION

Évolution de l'emploi et taux de chômage



Sources : ONS, Crédit Agicole SA / ECO

Nombre de travailleurs mis à pied



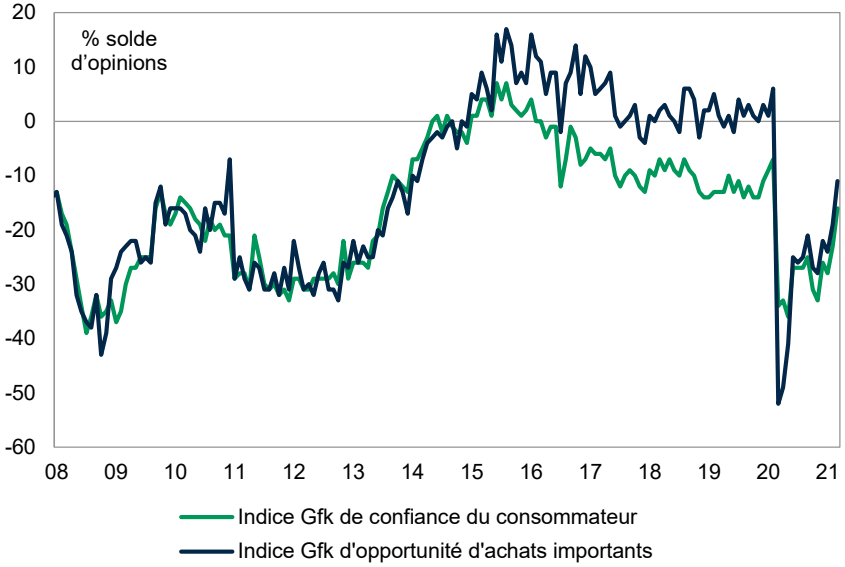
Sources : HMRC, Crédit Agricole SA / ECO

La prolongation des mesures gouvernementales de soutien à l'emploi jusqu'à fin septembre 2021 suggère qu'à court terme la hausse du chômage sera plus modérée que prévu. Nous nous attendons maintenant à ce que le taux de chômage atteigne un pic de 6,2% au quatrième trimestre 2021, contre 5,0% actuellement (en moyenne sur la période des trois mois à fin janvier). Comme l'a souligné la BoE, les mesures d'aide à l'emploi seront encore en vigueur, alors que la reprise économique devrait battre son plein, ce qui réduit le risque que les travailleurs actuellement mis à pied ne reviennent pas progressivement à l'emploi. **Les capacités non-utilisées sur le marché du travail restent importantes.** Selon les données du HMRC (services fiscaux), 4,9 millions de travailleurs avaient été mis à pied fin janvier, un chiffre supérieur à celui du quatrième trimestre 2020 (4 millions), mais inférieur à celui de la première phase de la pandémie au printemps 2020 (pic à 8,9 millions en mai).

DERNIÈRES TENDANCES ÉCONOMIQUES

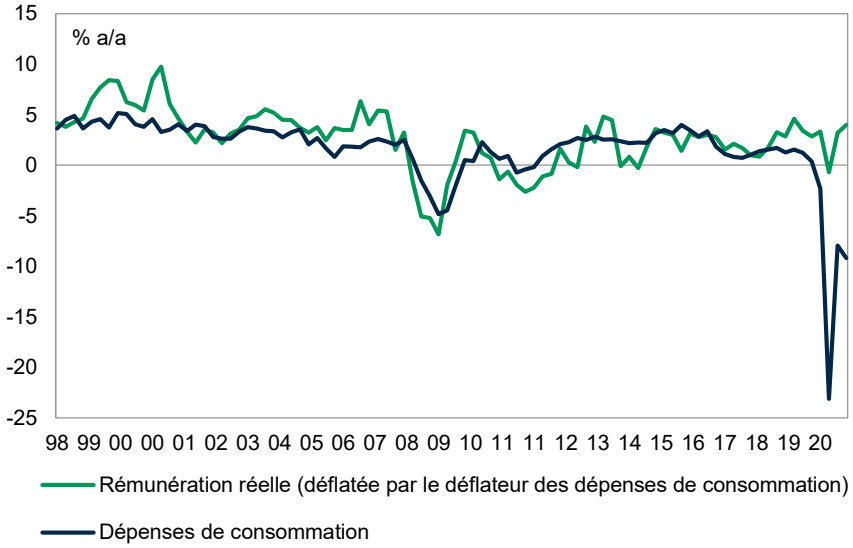
LA CONFIANCE DES MÉNAGES A FORTEMENT AUGMENTÉ

Confiance des ménages : à son plus haut niveau depuis le début de la crise



Sources : Gfk, Crédit Agricole SA / ECO

Fort potentiel de rebond de la consommation des ménages



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La consommation des ménages s'est repliée de 1,7% au quatrième trimestre et nous anticipons à nouveau une baisse au premier trimestre, de près de 2% (ce qui reste beaucoup moins prononcé que la chute observée au deuxième trimestre 2020 : -20,8%). Dans le même temps, le pouvoir d'achat des consommateurs est resté bien orienté, la croissance du revenu réel brut disponible étant estimée à 0,8% en glissement annuel au quatrième trimestre 2020. **La progression des revenus réels combinée à un taux d'épargne très élevé suggère qu'il existe un potentiel élevé de rebond de la consommation à court terme.** Une certaine prudence dans les comportements de consommation persistera probablement au-delà du rebond initial déclenché par l'assouplissement des restrictions sanitaires, le virus n'ayant pas disparu. **Nous nous attendons par conséquent à ce que la reprise de la consommation des ménages soit incomplète, conduisant au maintien du taux d'épargne à un niveau supérieur à celui d'avant la crise**. Après être tombé à 13,9% au troisième trimestre, le taux d'épargne a rebondi à 15,6% au quatrième trimestre 2020 et devrait encore augmenter au premier trimestre 2021, la consommation des ménages ayant été freinée par le confinement national.

SOMMAIRE

1 Synthèse de notre scénario

2 Situation sanitaire et dernières tendances économiques

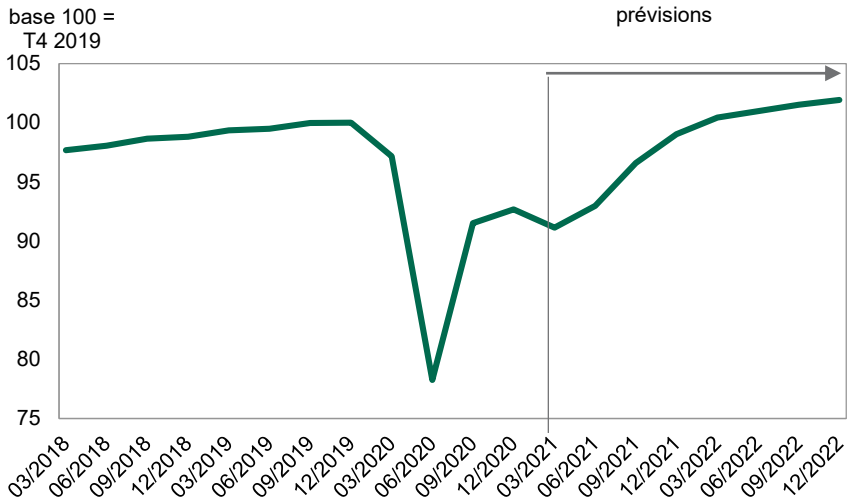
3 Les bases de notre scénario

4 Après le *Brexit*, focus sur le risque d'indépendance de l'Écosse

LES BASES DE NOTRE SCÉNARIO

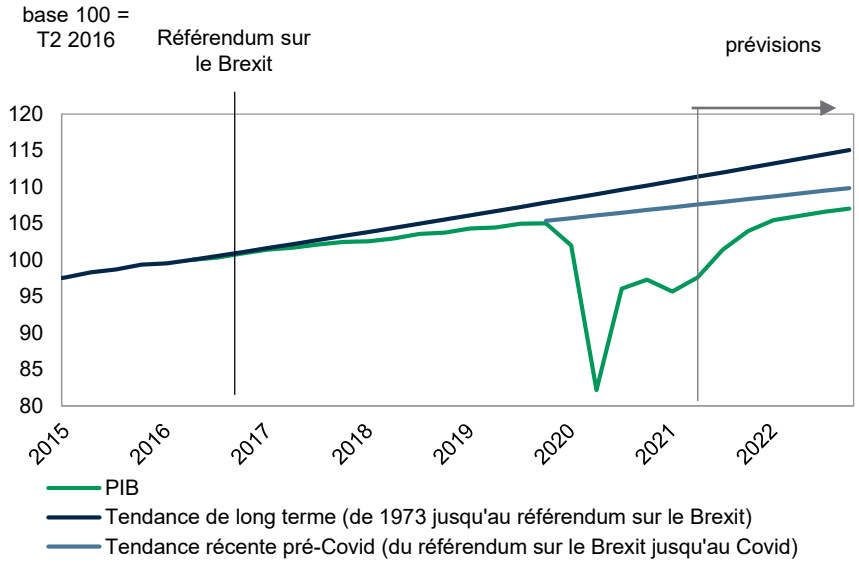
RETOUR À LA NORMALE DE L'ACTIVITÉ PLUS RAPIDE QUE PRÉVU

Le PIB devrait retrouver son niveau d'avant-crise au premier trimestre 2022



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Mais il y a une perte sèche par rapport aux tendances d'avant-référendum et d'avant-Covid



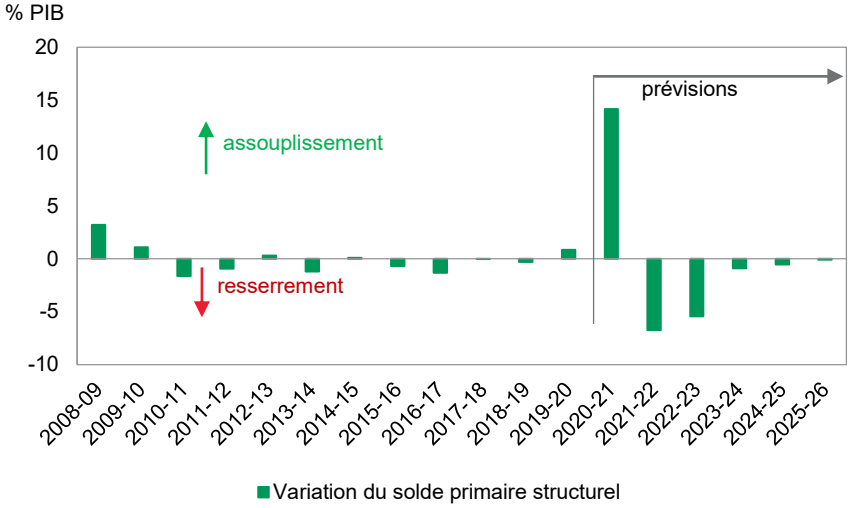
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le déploiement rapide de la vaccination, l'assouplissement des restrictions sanitaires et la prolongation des mesures de relance budgétaire devraient favoriser une reprise de la production plus rapide que nous ne l'attendions en décembre. **Le PIB devrait retrouver ses niveaux d'avant-crise début 2022, neuf mois plus tôt que nous le prévoyions précédemment.** Après un recul du PIB d'environ 1,6% attendu pour le premier trimestre, la reprise devrait accélérer dans les mois qui viennent et atteindre un pic au troisième trimestre, à mesure que les restrictions sociales seront levées et que le choc initial du *Brexit* se dissipera. Cela n'est toutefois pas synonyme de retour à la normale d'avant-crise : la capacité d'offre, le marché du travail, les bilans des entreprises et les finances publiques seront fortement dégradés. Le taux de chômage devrait encore augmenter avec un pic attendu à 6,2% au quatrième trimestre 2021, après l'arrêt des mesures de soutien à l'emploi prévu fin septembre (nos prévisions de décembre tablaient sur un pic à 7,5% au deuxième trimestre 2021). **Cette année, les principaux moteurs de la reprise devraient être la consommation des ménages, les dépenses et investissements publics, ainsi que les investissements des entreprises.** Ces derniers devraient être stimulés par les fortes incitations fiscales temporaires annoncées par le gouvernement dans son budget de mars. Selon nos prévisions, fin 2022 le PIB sera inférieur d'environ 2,6% à sa tendance récente pré-Covid et d'environ 7,0% à sa tendance de long terme pré-référendum.

LES BASES DE NOTRE SCÉNARIO

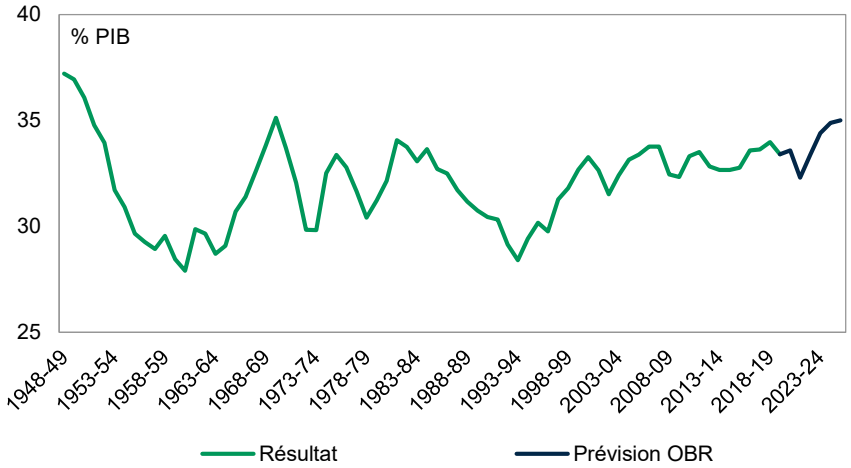
POLITIQUE BUDGÉTAIRE : SOUTIEN ÉTENDU ET HAUSSES D'IMPÔTS À VENIR

L'impulsion budgétaire devient négative à partir de l'exercice fiscal 2021-22



Sources : OBR, Crédit Agricole SA / ECO

La part des impôts dans le PIB nominal devrait atteindre 35% au cours de l'exercice 2025-26, le niveau le plus élevé depuis les années 1960



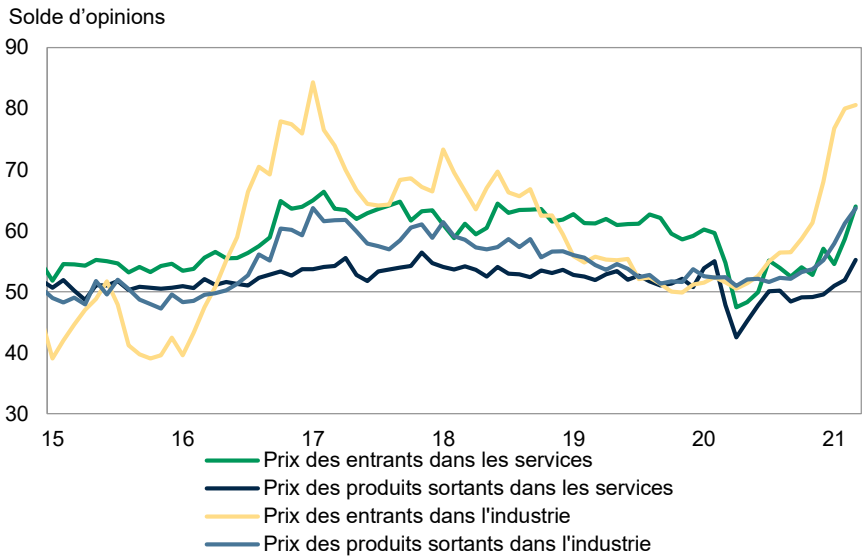
Sources : OBR, Crédit Agricole SA / ECO

Le budget du 3 mars a apporté trois éléments majeurs. Premièrement, **une augmentation de 44,3 milliards de livres de l'aide liée à la pandémie pour les ménages, les entreprises et les services publics, portant son coût total à 344 milliards de livres.** Deuxièmement, une relance de la reprise par l'investissement, principalement *via* un allégement fiscal temporaire d'un coût estimé à plus de 12 milliards de livres par an, encourageant les entreprises à faire dès cette année et l'année prochaine les dépenses d'investissement qu'elles envisageaient à plus long terme. Troisièmement, un premier pas visant à corriger la dégradation des finances publiques lorsque l'économie devrait s'être normalisée : relèvement du taux de l'impôt sur les sociétés de 19% à 25% en avril 2023, gel des abattements et des seuils de l'impôt sur le revenu en avril 2022 et réduction des dépenses des ministères de 4 milliards de livres par an. Ces mesures représenteraient un montant total de 31,8 milliards de livres en 2025-2026. La pandémie a également propulsé les emprunts publics à leur plus haut niveau de l'après-guerre et la dette à son plus haut niveau en soixante ans : **en 2020-21, les emprunts nets du secteur public devraient atteindre 16,9% du PIB (355 milliards de livres), leur niveau le plus élevé depuis 1944-45, et la dette nette du secteur public devrait atteindre 100,2% du PIB, son niveau le plus élevé depuis 1960-61.** La majeure partie de l'augmentation de 298 milliards de livres des emprunts effectués cette année est liée à une augmentation des dépenses publiques sans précédent en temps de paix : le coût en année pleine des aides gouvernementales en lien avec la pandémie à destination des services publics, ménages et entreprises sera de 250 milliards de livres pour l'exercice en cours et de 344 milliards de livres au total.

LES BASES DE NOTRE SCÉNARIO

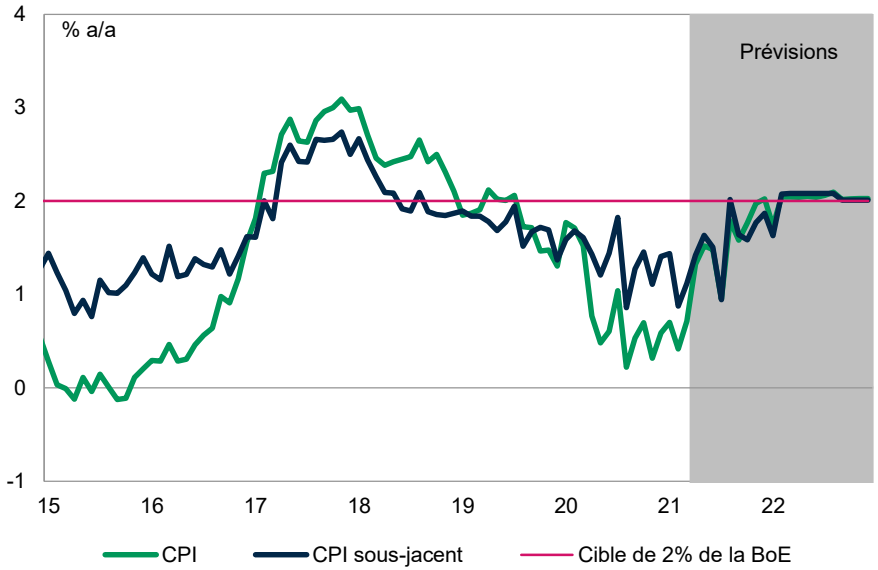
INFLATION : REVUE À LA BAISSE, MAIS RETOUR À LA CIBLE EN FIN D'ANNÉE

Indices PMI de pression sur les coûts



Sources : IHS Markit, Crédit Agricole SA / ECO

Inflation CPI : une remontée volatile vers la cible



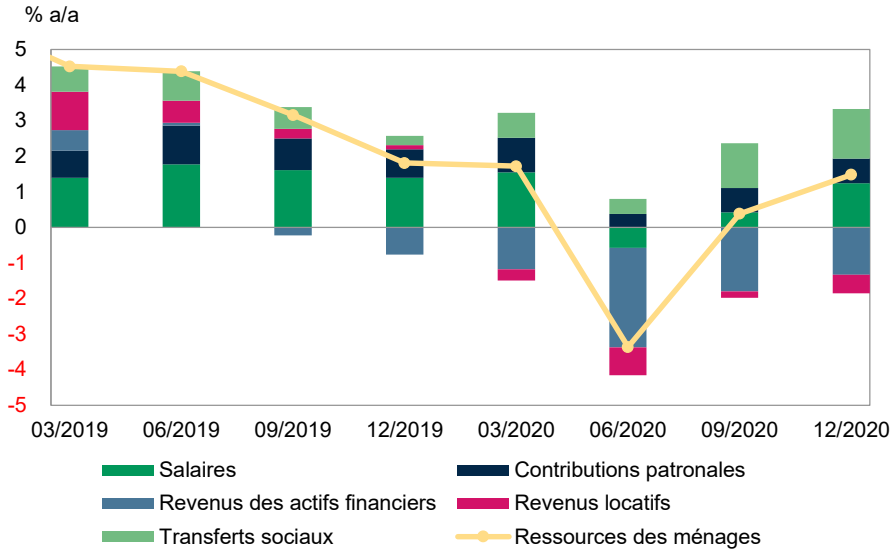
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'inflation des prix à la consommation reste contenue et les signes d'une accélération des pressions inflationnistes sous-jacentes se font plutôt rares. À 0,6% en moyenne trimestrielle, l'inflation CPI est en-deçà des prévisions de la BoE pour le premier trimestre (0,8%) présentées lors du rapport de politique monétaire de février, et égale à sa moyenne des douze derniers mois. Si les prix de l'énergie accélèrent, bénéficiant d'effets de base liés aux fortes baisses des prix du pétrole de l'année dernière, l'inflation des prix des biens industriels hors énergie affichent une nette modération sur le trimestre à 0,7% en moyenne, contre 1,2% au cours du second semestre 2020. Par ailleurs, l'inflation des prix dans les services affiche une quasi-stabilité sur la même période. L'inflation sous-jacente recule de 1,3% au quatrième trimestre à 1,1% au premier trimestre. Nous prévoyons toujours un rebond de l'inflation au deuxième trimestre en raison de la hausse des prix de l'énergie, des effets de base liés à la baisse des prix du pétrole l'année dernière et de la relance de la demande des consommateurs avec la réouverture de l'économie. **Nos prévisions à court terme sont cependant plus faibles qu'auparavant en raison de la faiblesse inattendue des prix en début d'année et de la prolongation de la baisse de la TVA dans les secteurs du tourisme, de l'hôtellerie et de la restauration.** Le taux de TVA de 5% est désormais en vigueur jusqu'à fin septembre 2021 et non plus jusqu'à fin mars 2021 et un taux de 12,5% s'appliquera ensuite jusqu'en mars 2022. L'inflation devrait passer à 1,6% en glissement annuel au deuxième trimestre, à 2,1% au quatrième trimestre (nous tablions précédemment sur 1,9% et 2,3%), puis fluctuera autour de 2% en 2022.

LES BASES DE NOTRE SCÉNARIO

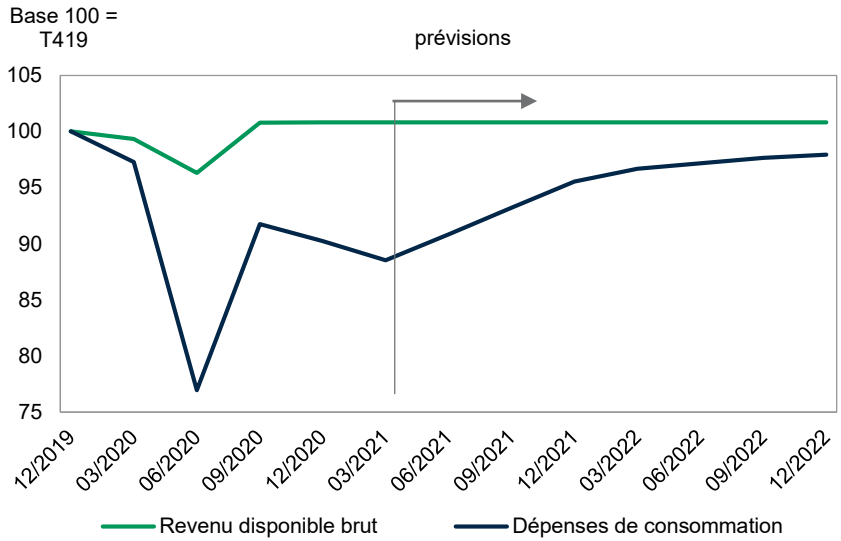
CONSOMMATION DES MÉNAGES : NOUS PRÉVOYONS UNE REPRISE INCOMPLÈTE D'ICI FIN 2022

Accélération des salaires et protection élevée des revenus de la part des transferts sociaux



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Consommation des ménages et revenu disponible brut



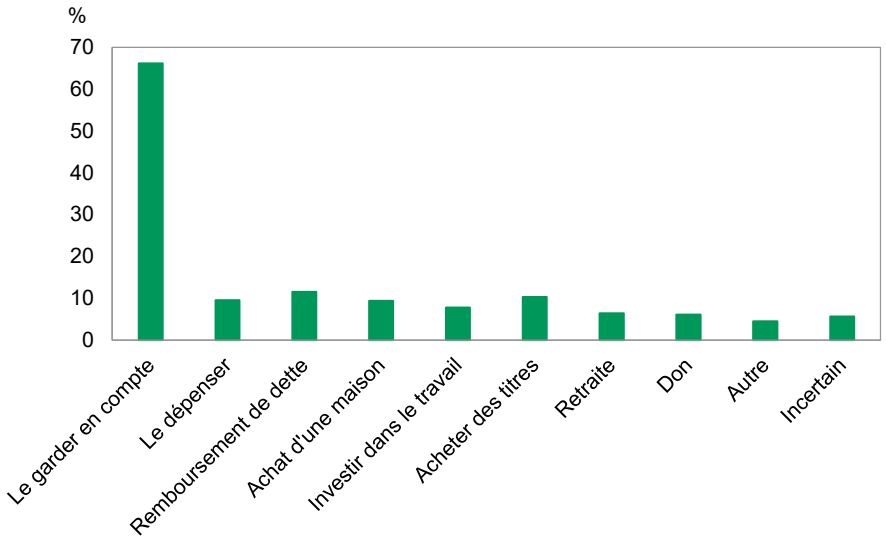
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Nous prévoyons une reprise incomplète de la consommation des ménages sur notre horizon de prévision, avec un retard de 1,5% fin 2022 par rapport au niveau de fin 2019. Il est vrai que l'assouplissement des restrictions sanitaires devrait déclencher un fort rebond de la consommation des ménages à court terme, en particulier dans le secteur des services. Malheureusement, on craint de plus en plus que le variant sud-africain, qui se propage actuellement au Royaume-Uni, soit résistant aux vaccins : plusieurs cas d'infection par le variant sud-africain du Covid-19 ont en effet été signalés chez des personnes ayant reçu au moins une dose de vaccin AstraZeneca ou Pfizer. L'épidémie devrait rester contenue pendant les mois d'été, mais une résurgence est possible à l'automne ou l'hiver prochain. Par conséquent, même si la feuille de route gouvernementale du 22 février est mise en œuvre comme prévu et que toutes les restrictions sociales sont levées le 21 juin, une certaine distanciation sociale devrait persister, ce qui pèsera sur la consommation des services impliquant des contacts physiques significatifs. Par ailleurs, la perspective de hausses d'impôts et du gel des seuils de l'impôt sur le revenu pourrait également peser sur les dépenses de consommation en 2022.

LES BASES DE NOTRE SCÉNARIO

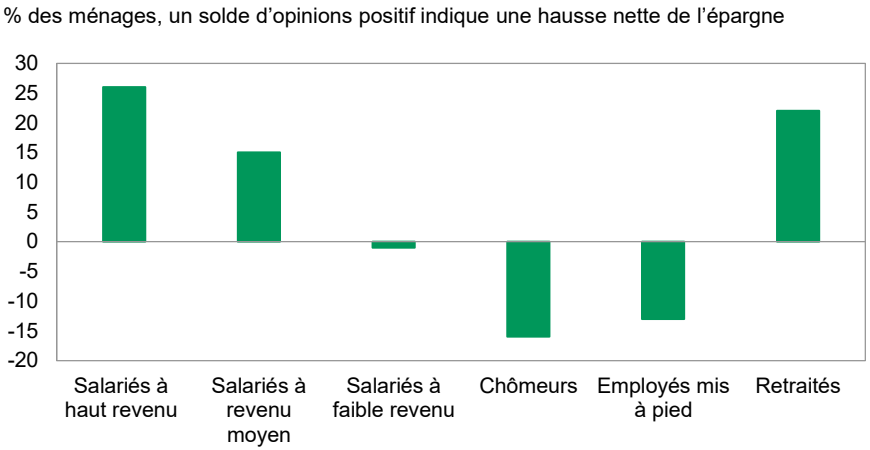
CONSOMMATION DES MÉNAGES : LES ESPOIRS D'UN FORT REBOND LIÉ À L'EXCÈS D'ÉPARGNE POURRAIENT ÊTRE DÉÇUS

Quel emploi par les ménages du surcroît d'épargne accumulé pendant la pandémie ?



Sources : OBR, Bank of England NMG Survey, Crédit Agricole SA / ECO

L'accumulation d'épargne s'est concentrée sur les ménages les plus aisés



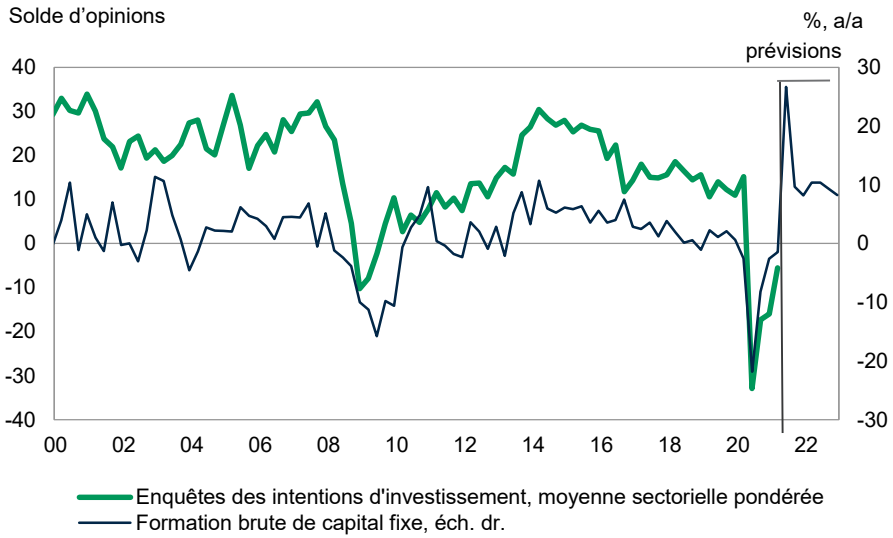
Sources : BoE 2020 H2 NMG Household Survey, Crédit Agricole SA / ECO

Un important risque haussier entourant les prévisions de consommation des ménages est lié aux niveaux sans précédent d'épargne accumulée pendant la crise. Les données de la BoE sur les dépôts des ménages suggèrent qu'entre mars et novembre 2020, les ménages ont épargné plus de 125 milliards de livres de plus qu'ils ne l'auraient fait en temps normal, un montant qui devrait encore augmenter au premier trimestre 2021. L'OBR s'attend à ce que le surcroît d'épargne atteigne 180 milliards de livres d'ici mi-2022, ce qui – selon ses estimations – suggère une augmentation potentielle de 6% de la consommation des ménages en 2021 et 2022, si ce montant était dépensé au cours des quatre prochains trimestres. **Les enquêtes de la BoE montrent toutefois que la grande majorité des ménages (plus de deux-tiers) ont l'intention de conserver leur épargne sur leur compte bancaire et seulement un très faible pourcentage envisage de la dépenser.** Par ailleurs, la majorité des ménages ne s'attendent pas à augmenter leurs dépenses par rapport aux niveaux pré-crise une fois les restrictions levées : seuls un peu plus de 10% s'attendent à dépenser davantage, selon la BoE, tandis que plus de 25% s'attendent à dépenser moins. L'augmentation récente de l'épargne des ménages n'est par ailleurs pas répartie de manière égale : les données montrent qu'elle concerne les ménages à hauts revenus et généralement plus âgés qui disposent déjà d'une épargne importante. **Il est peu probable que ces ménages dépensent leur épargne supplémentaire, ils semblent plus susceptibles de l'investir dans des actifs financiers ou immobiliers**. Enfin, un rebond plus significatif que prévu de la consommation des ménages pourrait, par ailleurs, advenir sans que les ménages puisent dans leur épargne accumulée : il suffirait qu'ils abaissent plus que prévu leur taux d'épargne, actuellement à des sommets.

LES BASES DE NOTRE SCÉNARIO

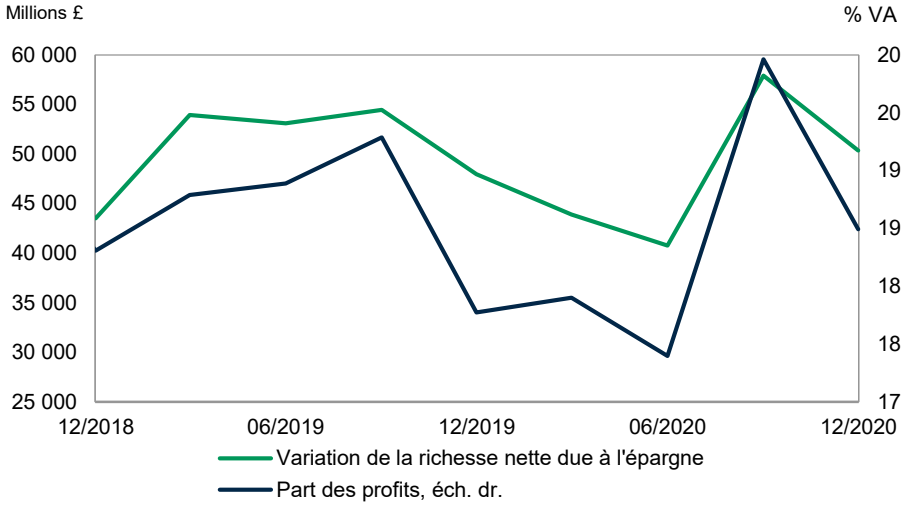
INVESTISSEMENT PRODUCTIF : DES PERSPECTIVES À COURT TERME STIMULÉES PAR DES INCITATIONS FISCALES FORTES, MAIS TEMPORAIRES

Nous avons revu à la hausse la croissance de l'investissement pour 2021 & 2022



Sources : BCC, ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Dans leur ensemble, les entreprises ont accumulé de l'épargne depuis le T4 2019



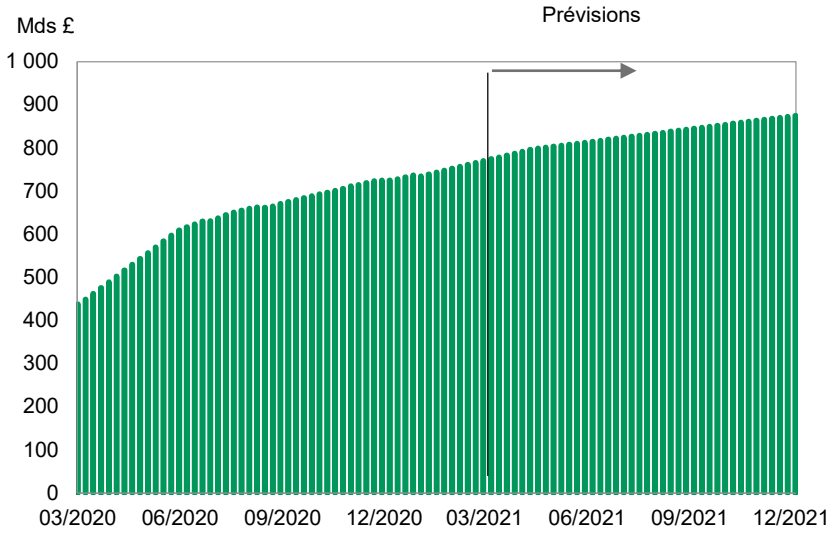
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Nous avons revu nos prévisions d'investissement en forte hausse, en raison de données récentes meilleures que prévu et des fortes incitations fiscales annoncées dans le budget de mars. Après les fortes révisions à la hausse de ses chiffres par l'ONS (révision à la hausse de 9% de l'investissement des entreprises au troisième trimestre), l'investissement des entreprises affiche une hausse de 20% sur la seconde moitié de l'année (T4-2020 par rapport à T2-2020). Fin 2020, l'investissement était toujours inférieur de 7,4% à son niveau d'avant-crise, mais cela représente un retard moins prononcé que celui de la consommation des ménages (-9,2%). La formation brute de capital fixe affichait un retard encore plus limité, de seulement 2,6% grâce à la forte expansion de l'investissement public (+9,3%). Les intentions d'investissement des entreprises ont fortement rebondi au premier trimestre 2021 et ont atteint des niveaux record depuis le début de la crise, un phénomène qui s'explique probablement par une confiance croissante dans le moyen terme en raison de l'avancée plus rapide que prévu de la vaccination. **La généreuse augmentation temporaire des déductions fiscales annoncée dans le budget de mars** (une « super-déduction » de 130% est proposée sur la plupart des investissements en machine ou dans les usines) devrait fortement stimuler l'investissement cette année et l'année prochaine, les entreprises anticipant certains investissements initialement envisagés pour des périodes ultérieures. L'OBR estime qu'au plus haut cette mesure pourrait augmenter l'investissement des entreprises d'environ 10% dans le courant de l'exercice 2022-2023. À moyen terme, toutefois, l'impact de cette mesure s'inversera. De plus, l'augmentation importante du taux de l'impôt sur les sociétés en avril 2023 constituera sans doute également un frein sur le long terme pour l'investissement des entreprises.

LES BASES DE NOTRE SCÉNARIO

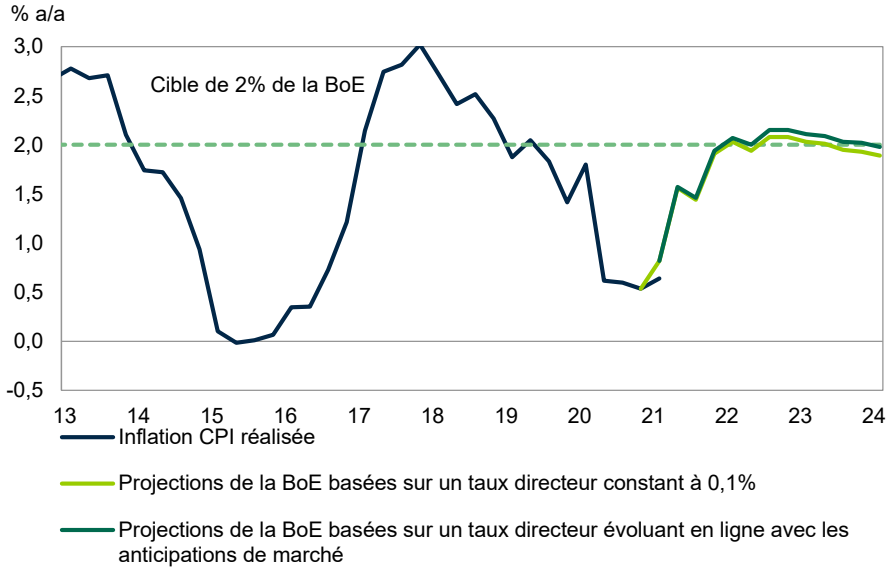
LA BANQUE D'ANGLETERRE PRÉPARE SA STRATÉGIE DE SORTIE, MÊME SI LES RISQUES CONTINUENT DE PENCHER VERS DAVANTAGE D'ASSOUPLISSEMENT QUANTITATIF

Le portefeuille de gilts achetés par la BoE devrait atteindre 875 Mds £ d'ici fin 2021



Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

La BoE voit l'inflation CPI revenir à la cible fin 2021 et rester proche de celle-ci



Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

Alors que les nouvelles ont été encourageantes pour les perspectives de court terme au cours des derniers mois, la BoE est passée du côté accommodant des Banques centrales (envisageant la possibilité de taux directeurs négatifs) au côté *hawkish* (suggérant une réduction du rythme de ses achats d'actifs dès cette année). Lors de la réunion de son Comité de politique monétaire (CPM) au mois de mars, la BoE a confirmé son intention de finaliser son programme d'achat de 875 milliards de livres sterling de gilts fin 2021. **Par conséquent, nous ne prévoyons plus d'annonce de renforcement du programme d'assouplissement quantitatif (QE) en mai, à l'occasion de la prochaine réunion du CPM.** La BoE revoit actuellement sa stratégie de sortie, celle-ci pourrait être annoncée dans les mois à venir. Elle consistera probablement à dénouer le QE avant de remonter les taux directeurs, ce qui irait à l'inverse de l'approche annoncée jusqu'à présent, qui prévoit la conservation du portefeuille d'actifs « jusqu'à ce que le taux directeur atteigne un niveau depuis lequel il pourrait être fortement réduit ». **Toutefois, les risques d'une nouvelle prolongation du QE plus tard cette année n'ont pas disparu, surtout si la croissance venait à décevoir.** En effet, si la BoE s'en tient à son plan actuel, elle devra réduire quasiment de moitié le rythme des achats après la réunion de mai (de 4,4 à 2,3 milliards de livres par semaine) ou le réduire encore plus par la suite. Cela pourrait conduire à un resserrement injustifié des conditions financières, lequel pèserait à son tour sur les perspectives d'inflation (inflation que la BoE continue pour l'instant de prévoir à près de 2% à l'horizon de deux ou trois ans).

SOMMAIRE

1 Synthèse de notre scénario

2 Situation sanitaire et dernières tendances économiques

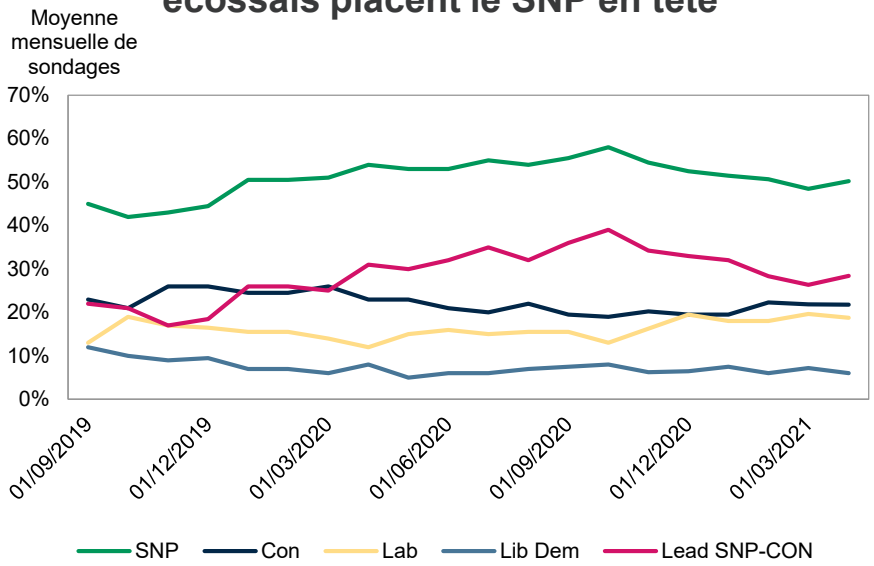
3 Les bases de notre scénario

4 Après le *Brexit*, focus sur le risque d'indépendance de l'Écosse

APRÈS LE *BREXIT*, FOCUS SUR LE RISQUE D'INDÉPENDANCE DE L'ÉCOSSE

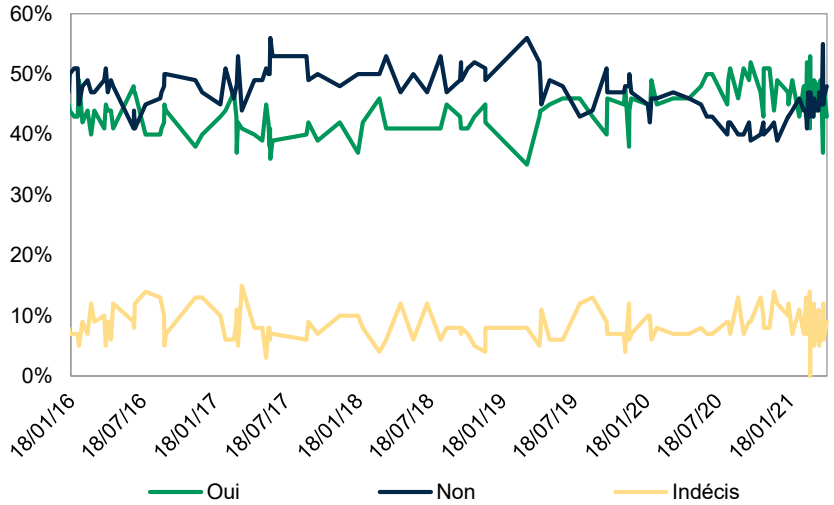
LES ÉLECTIONS DU MOIS DE MAI EN ÉCOSSE CONDUIRONT À UNE MAJORITÉ PRO-INDÉPENDANCE, MAIS L'OPINION PUBLIQUE Y EST DE MOINS EN MOINS FAVORABLE

Les sondages sur l'élection du Parlement écossais placent le SNP en tête



Sources : Différents sondages, Wikipedia, Crédit Agricole SA / ECO

Après une hausse en 2020, le soutien à l'indépendance de l'Écosse a baissé cette année



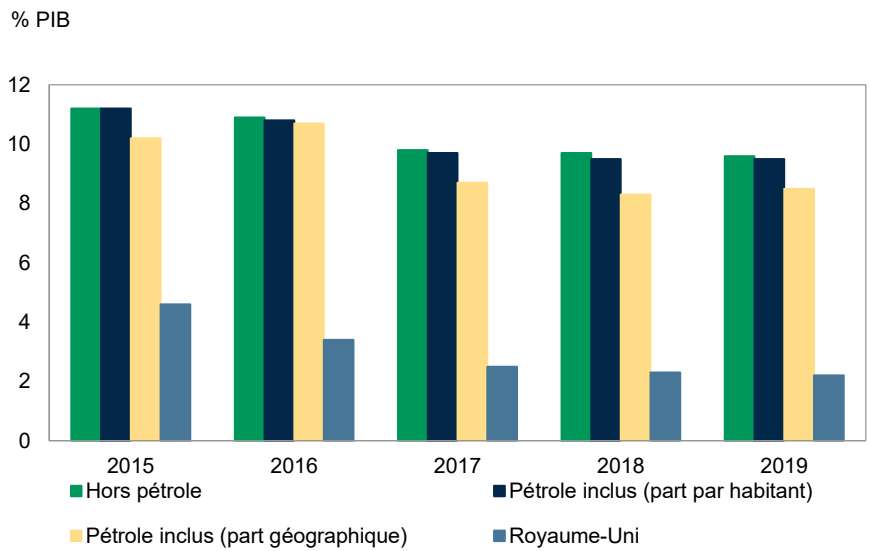
Sources : Différents sondages, Wikipedia, Crédit Agricole SA / ECO

Les élections du Parlement écossais, le 6 mai, pourraient comporter un risque majeur pour l'avenir du Royaume-Uni. La Première ministre, Nicola Sturgeon, est déterminée à demander un référendum sur l'indépendance de l'Écosse si son parti remporte les élections. Son parti pro-indépendance, **le *Scottish National Party* (SNP), est en passe de détenir le groupe le plus important au Parlement écossais à l'issue de ces élections, même s'il ne détiendra probablement pas la majorité absolue (65 sièges).** Le nouveau parti indépendantiste, Alba, créé par l'ancien Premier ministre Alex Salmond, pourrait priver le SNP d'une majorité absolue**. Depuis le début de l'année, les sondages montrent une baisse de popularité du SNP et une baisse du soutien à l'indépendance de l'Écosse.** Le succès de la campagne de vaccination lancée par le gouvernement de Boris Johnson et, plus récemment, les tensions croissantes au sein du SNP suite à l'affaire Salmond/Sturgeon qui ont érodé la confiance des citoyens envers la dirigeante du SNP, expliquent probablement cette évolution récente. Le SNP, qui recueillait près de 60% des intentions de vote en début d'année, n'en recueillait plus que 50% en avril. Après avoir bénéficié d'une forte avance en 2020, le soutien à l'indépendance a également reculé cette année et, jusqu'à présent, les sondages effectués en avril placent le « non » à l'indépendance en tête.

APRÈS LE *BREXIT*, FOCUS SUR LE RISQUE D'INDÉPENDANCE DE L'ÉCOSSE

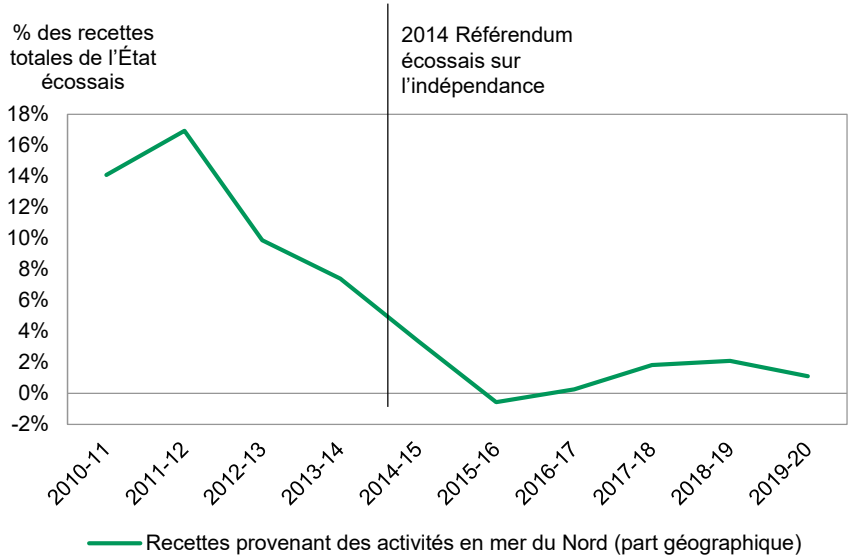
LE PÉTROLE N'EST PLUS UN ARGUMENT FORT POUR L'INDÉPENDANCE

Le déficit budgétaire de l'Écosse est nettement plus élevé que celui du Royaume-Uni



Sources : Gouvernement écossais, Crédit Agricole SA / ECO

L'extraction pétrolière et gazière est devenue une source de revenus négligeable depuis le référendum de 2014



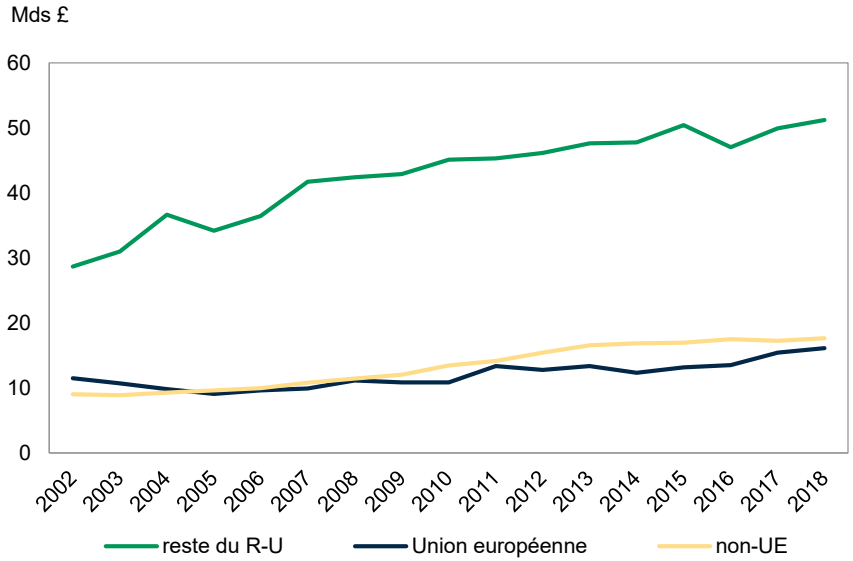
Sources : Gouvernement écossais, Crédit Agricole SA / ECO

L'économie d'une Écosse indépendante serait nettement plus petite que celle du Royaume-Uni. La population écossaise approche les 5,5 millions d'habitants, 8,2% de la population totale du Royaume-Uni. Le PIB écossais représente environ 8% du PIB britannique en incluant l'activité en mer du Nord et 7,6% en l'excluant. Depuis la crise de 2008 et jusqu'à la crise de le covid-19, le déficit de l'Écosse est resté assez stable, à près de 9% du PIB, alors que celui du Royaume-Uni a baissé régulièrement, passant de près de 10% en 2008 à 2,3% en 2019. **Cette faiblesse relative des finances publiques écossaises par rapport à ceux du Royaume-Uni est due à la baisse des revenus tirés de la mer du Nord et à des dépenses publiques toujours plus élevées** (12% de plus par personne que la moyenne du Royaume-Uni, selon l'IFS). En 2020, la hausse des dépenses publiques et la chute des cours du pétrole engendrées par la crise sanitaire provoqueront probablement un fort rebond des déficits budgétaires, avec une estimation de 26% à 28% du PIB pour l'Écosse pour l'exercice 2020-2021. Les cours du Brent sont passés de plus de 60 dollars le baril en moyenne en 2019 à 40 dollars en 2020 (ils avaient été à plus de 100 dollars le baril l'année précédant le référendum de 2014). **Les cours du pétrole resteront probablement volatils dans les mois à venir, dans la mesure où la reprise de la demande mondiale reste incertaine et inégale d'un pays à l'autre** : les revenus de la mer du Nord ne seront donc pas un argument pro-indépendance fort pour le SNP.

APRÈS LE *BREXIT*, FOCUS SUR LE RISQUE D'INDÉPENDANCE DE L'ÉCOSSE

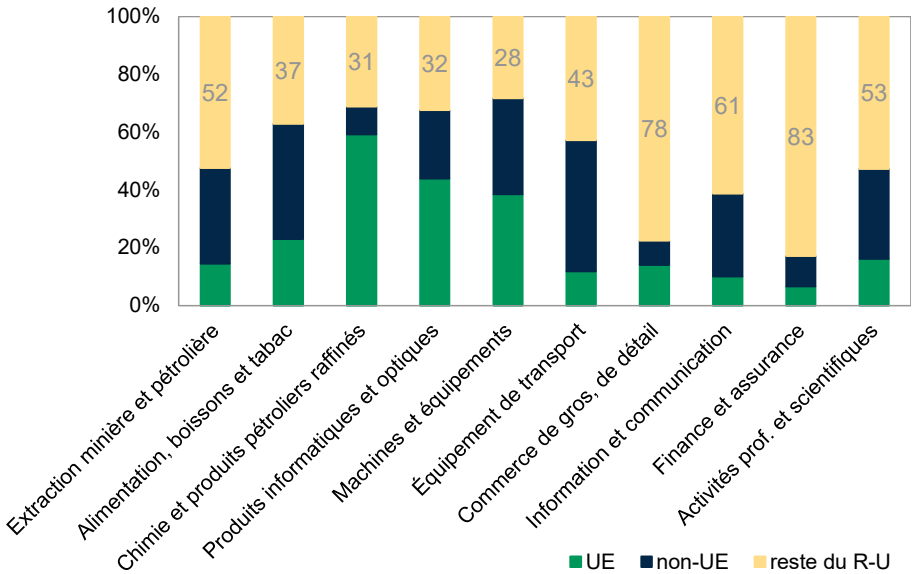
UNE ADHÉSION DE L'ECOSSE À L'UE IMPLIQUERAIT UNE FRONTIÈRE PHYSIQUE AVEC LE RESTE DU ROYAUME-UNI

Exportations écossaises par destination



Sources : Export statistics Scotland 2018, Crédit Agricole SA / ECO

Les 10 premières industries exportatrices écossaises, par destination



Sources : Export statistics Scotland 2018, Crédit Agricole SA / ECO

L'un des arguments clés des pro-indépendantistes écossais est le résultat du référendum sur le *Brexit* qui a fait sortir l'Écosse de l'UE contre l'avis d'une importante majorité de ses citoyens (62%). Le SNP souhaite que l'Écosse demande son adhésion à l'UE si elle obtient son indépendance du Royaume-Uni. **Cependant, l'accord de libre-échange signé entre l'UE et le Royaume-Uni fin 2020 (*Trade and Cooperation Agreement*) et en vigueur depuis le 1er janvier 2021 complique la donne, car le gouvernement britannique a fait sortir le Royaume-Uni du marché unique et de l'union douanière européenne. Par conséquent, une adhésion de l'Écosse à l'UE impliquerait une frontière physique avec le reste du Royaume-Uni.** Or, les échanges de l'Ecosse avec le reste du Royaume-Uni sont trois fois plus importants qu'avec l'UE, selon les statistiques, disponibles jusqu'en 2018, du gouvernement écossais. Les exportations écossaises vers l'UE représentaient 16 milliards de livres en 2018, contre 51 milliards pour les exportations vers le reste du Royaume-Uni et 18 milliards vers le reste du monde. Une Écosse indépendante au sein de l'UE serait obligée d'imposer des contrôles douaniers pour ses échanges avec l'Angleterre et le Pays de Galles, ce qui représenterait des coûts supplémentaires pour les entreprises concernées. **Si l'Écosse devenait membre de l'UE, son commerce avec le reste du Royaume-Uni se ferait selon les termes de l'accord de commerce et de coopération en vigueur entre l'UE et le Royaume-Uni :** les échanges seraient exempts de droits de douane, mais soumis à des règles d'origine et à des vérifications et des contrôles réglementaires complets.

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PUBLICATIONS

Date	Titre	Thème
23/04/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
22/04/2021	Zone euro – Scénario 2021-2022 : Sortie uniforme de la crise sanitaire, sortie différenciée de la crise économique	Zone euro
22/04/2021	Inflation aux États-Unis	Etats-Unis
22/04/2021	Pérou – Gauche radicale contre droite populiste	Amérique latine
21/04/2021	Chine – La croissance se rééquilibre : passe-passe statistique ou réalité économique ?	Asie
20/04/2021	Europe – Entreprises européennes : invasion de zombies ou résurrection de Lazare ?	UE
20/04/2021	Espagne – Scénario 2021-2022 : un début d'année encore perturbé	Espagne
20/04/2021	États-Unis – Une semaine riche en très bonnes nouvelles conjoncturelles	Etats-Unis
20/04/2021	Inflation et prix à la consommation	Monde
19/04/2021	Europe – Relance européenne : la Commission européenne prête à délivrer	UE
19/04/2021	Allemagne – Scénario 2021-2022 : une croissance sur les starting-blocks mais toujours bridée par la crise sanitaire	UE
19/04/2021	Europe – Relance européenne : la Commission européenne prête à délivrer	UE
16/04/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
16/04/2021	France – Scénario 2021-2022 : comme une lueur au bout du tunnel	France
15/04/2021	Inflation et pétrole	Pétrole
14/04/2021	Afrique – Banque mondiale et FMI : ce que nous apprennent les dernières prévisions	Afrique
14/04/2021	Espagne – Entreprises zombies, premiers impacts structurels de la crise	Espagne
13/04/2021	Monde – Scénario macro-économique 2021-2022 : une sortie de crise en ordre (très) dispersé	Monde
13/04/2021	Fintech Outlook T1 2021 – Sous stéroïdes, les fintech sortent des starting-blocks	Banques, innovation
13/04/2021	Inflation et matières premières agricoles	Agriculture
13/04/2021	Amérique latine – Le douloureux bilan social de la Covid-19	Amérique latine
12/04/2021	UE – Souvenirs de Lépante, traquenards modernes et défis nouveaux	UE
09/04/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
08/04/2021	Union européenne – NGEU : la Cour constitutionnelle allemande va-t-elle aboyer ou mordre ?	UE
08/04/2021	Inflation et métaux	Sectoriel
08/04/2021	Géopolitique, pandémie et "intelligence contextuelle" des États	Géopolitique
06/04/2021	Inflation et fret maritime	Sectoriel
06/04/2021	Brésil – Les histoires d'amour finissent mal (en général)	Amérique latine
02/04/2021	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
02/04/2021	Italie – Un marché du travail gelé en 2020	Italie

ECO
ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

Slavena NAZAROVA
+33 1 43 23 21 40
slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr

Achevé de rédiger le 22 avril 2021

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 :** Robin Mourier
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.