



**Slavena NAZAROVA**

# ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2021-2023

## UNE NOUVELLE ANNÉE DE DÉFIS

**Janvier 2022**

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT  
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

# SOMMAIRE

1

SYNTHÈSE

2

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

3

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

4

FOCUS – PARTICIPATION AU MARCHÉ DU TRAVAIL

# SYNTHÈSE

## UNE NOUVELLE ANNÉE DIFFICILE AVEC UN COVID TOUJOURS PRÉSENT ET UN COÛT DE LA VIE EN HAUSSE

*Plusieurs facteurs provoquent un ralentissement de la reprise : l'arrêt des mesures de soutien liées à la pandémie, le fait que les vaccins semblent moins efficaces qu'anticipé contre les nouveaux variants et la hausse du coût de la vie.*

Omicron, le nouveau variant du Covid-19, beaucoup plus contagieux que ses prédécesseurs, s'est propagé comme une traînée de poudre à travers le Royaume-Uni depuis début décembre. L'un des principaux risques négatifs de notre scénario s'est donc matérialisé, ce qui a entraîné une révision à la baisse de nos prévisions – déjà prudentes – à court terme. Après un troisième trimestre décevant, nous prévoyons un nouveau léger ralentissement au quatrième trimestre 2021 et une croissance qui restera faible au premier trimestre 2022.

Jusqu'à présent le gouvernement s'est contenté de mettre en œuvre des mesures de précaution, le fameux « plan B » (qui comprend notamment le port du masque obligatoire à l'intérieur, le télétravail lorsque c'est possible, l'utilisation depuis le 15 décembre d'un « pass Covid » pour les grands événements et l'obligation de se tester avant de rendre visite à une personne vulnérable ou de pénétrer dans un lieu à risque élevé), et ne prévoit pas de nouvelles restrictions pour l'instant. L'impact direct de ces restrictions sur la croissance devrait être relativement limité. Les consommateurs et les entreprises ont montré leur capacité d'adaptation aux contraintes et aux conditions de travail qui en découlent. Néanmoins, le caractère fortement contagieux du variant complique le maintien de l'activité des entreprises en raison des absences de salariés : des millions de personnes ont en effet dû s'auto-isoler en même temps, tandis que les services qui impliquent un contact direct avec les consommateurs ont

probablement souffert une nouvelle fois. En conséquence, le PIB s'est vraisemblablement contracté en décembre et ce sera sans doute également le cas en janvier.

Omicron n'annonce rien de bon en termes d'évolution de l'inflation : le rééquilibrage des dépenses des biens vers les services va probablement s'inverser jusqu'à ce que les contaminations aient fortement baissé. La nouvelle montée en puissance de la demande de biens (comme le suggère le rebond des ventes au détail en octobre et en novembre), conjuguée à une aggravation des pénuries de personnel, devrait exacerber les pressions inflationnistes déjà fortes dans l'industrie.

Après l'hiver, et en supposant que la vague Omicron continue de s'atténuer dans les semaines qui viennent, une accélération de la croissance du PIB est probable au deuxième trimestre. Néanmoins, les ménages ont encore des mois difficiles devant eux. Ils devront faire face à la montée du coût de la vie : l'inflation continuera d'augmenter à court terme et plus particulièrement en avril où un important bond des prix de l'énergie est attendu. Également en avril, le gouvernement augmentera les charges sociales (*National Insurance contributions*) et gèlera les seuils d'imposition sur le revenu et le montant des aides sociales. L'alourdissement des charges et la hausse du coût de la vie pèseront sur la consommation des ménages, mais nous continuons de tabler sur une croissance relativement forte cette année. L'amélioration du marché de l'emploi reste un facteur positif majeur, qui soutient la confiance des consommateurs. Les ménages bénéficient dans l'ensemble d'une épargne importante qu'ils ont accumulée pendant la crise et le taux d'épargne reste supérieur à ses niveaux d'avant-crise.

# SYNTHÈSE

## UNE NOUVELLE ANNÉE DIFFICILE AVEC UN COVID TOUJOURS PRÉSENT ET UN COÛT DE LA VIE EN HAUSSE

### *La politique budgétaire devient nettement restrictive, malgré la hausse des dépenses publiques programmées*

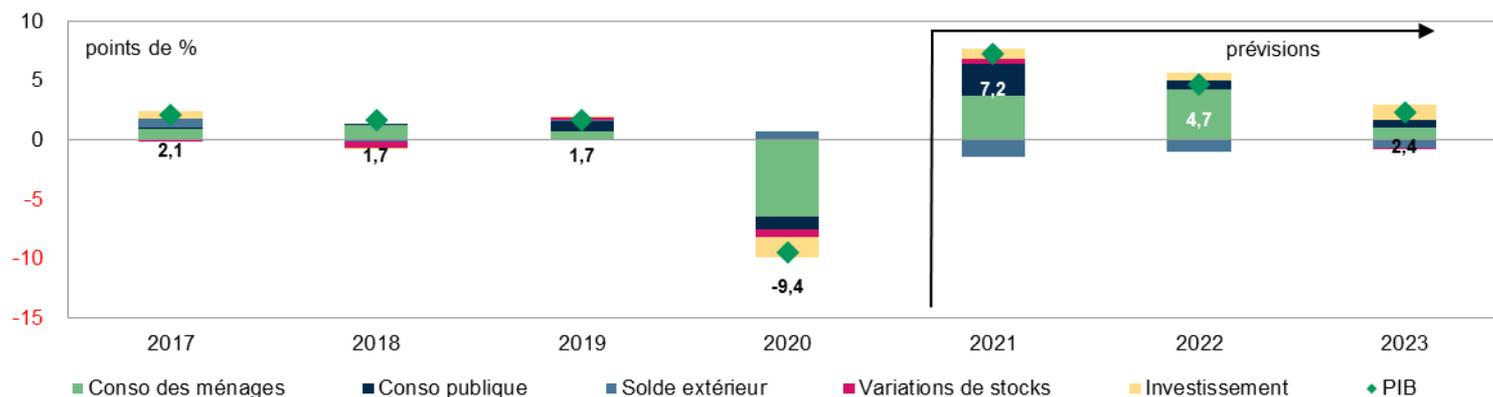
La politique budgétaire se caractérise par un net resserrement entre 2021 et 2024, avec le retrait des aides liées à la pandémie : le déficit structurel devrait passer de 8,3% à 1,8% du PIB au cours des trois prochaines années. En octobre dernier, cependant, le gouvernement a fortement assoupli cette orientation *via* une augmentation surprise des dépenses budgétaires à venir, partiellement compensée par une plus grande pression fiscale. Par conséquent, le resserrement budgétaire sera fortement réduit pour l'exercice 2022-2023 (de 0,8% du PIB selon l'estimation de l'OBR). L'OBR estime que ce moindre resserrement budgétaire se traduira par un surcroît de 0,4% du PIB sur l'exercice 2022-2023.

### *Le resserrement monétaire de la BoE devrait être « modeste »*

En décembre, la BoE a augmenté son taux directeur de 15 points de base, de 0,10% à 0,25%, et a réaffirmé qu'un « modeste » resserrement serait probablement nécessaire pour faire baisser l'inflation et la ramener durablement vers l'objectif de 2% fixé par la Banque centrale. Nous tablons sur deux hausses de taux en 2022 (en février et en août) et une hausse en 2023, de 25 points de base chacune. Une diminution de la facilité d'achats d'actifs, *via* un arrêt des réinvestissements des *gilts* arrivant à échéance, sera probablement un outil complémentaire du resserrement des taux. Conformément à la *forward guidance* de la BoE annoncée en août dernier, celle-ci pourrait envisager l'arrêt des réinvestissements lorsque le taux directeur aura atteint 0,50% (en février prochain dans notre scénario) . De plus, elle pourrait commencer à vendre activement des titres lorsque le taux directeur aura atteint 1% (début 2023 dans notre scénario), mais uniquement si les conditions économiques le justifient.

## PRÉVISIONS : RÉVISIONS À LA BAISSÉ DE LA CROISSANCE À COURT TERME

### Contributions à la croissance annuelle du PIB



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Royaume-Uni	2021	2022	2023	2021				2022				2023			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB (%)	7,2	4,7	2,4	-1,3	5,4	1,1	0,9	0,8	1,1	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5
consommation privée	6,0	7,0	1,7	-3,7	8,2	2,7	2,0	1,0	1,0	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
consommation publique	13,9	3,5	3,0	1,8	8,3	-0,5	-1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6
investissement	4,9	3,9	7,4	-1,1	2,3	-0,9	-0,8	1,5	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
variations de stocks*	0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,8	0,5	-0,2	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
exportations nettes*	-1,4	-1,0	-0,6	1,3	0,4	-1,3	0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Taux de chômage	4,5	3,9	3,8	4,8	4,6	4,5	4,7	4,6	4,4	4,3	3,8	3,9	3,8	3,9	3,8
Inflation (CPI, a/a%)	2,6	5,3	2,6	0,6	2,1	2,8	4,9	5,4	6,1	5,5	4,2	3,7	2,4	2,2	2,0
CPI sous-jacent (a/a%)	2,4	4,2	2,5	1,1	1,9	2,6	3,8	4,6	4,8	4,2	3,5	3,1	2,6	2,3	2,0
Compte courant (% PIB)	-3,2	-4,6	-4,8	-2,0	-2,3	-4,2	na								
Déficit public (% PIB)	-10,1	-5,8	-4,5	na											
Dette publique (% PIB)	102,4	103,0	103,4	na											
Taux directeur**	0,3	0,75	1,0	0,1	0,1	0,1	0,25	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00
Stock d'achats de gilts (£ mds)	875	838	803	875	875	875	875	847	847	838	838	838	838	803	803

\* Contributions à la croissance du PIB

\*\* Fin de période

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

# SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

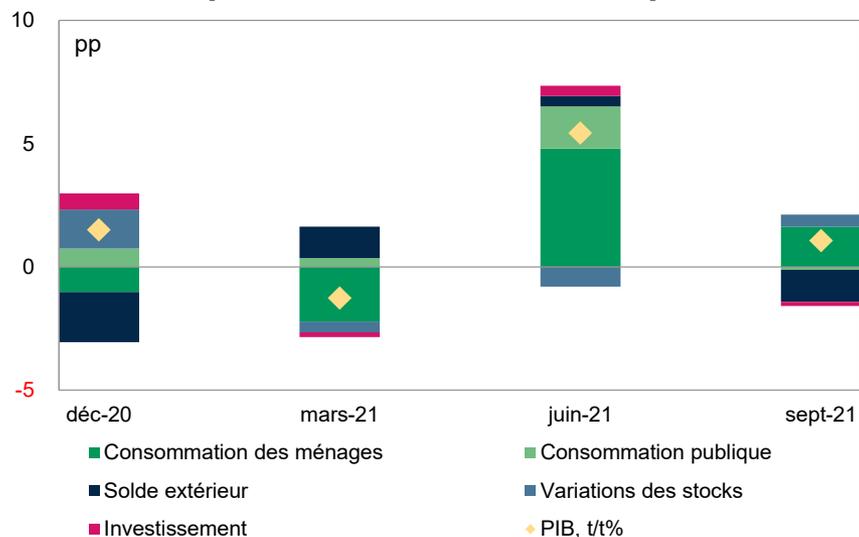
3 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

4 FOCUS – PARTICIPATION AU MARCHÉ DU TRAVAIL

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## AU T3, L'ACTIVITÉ A ÉTÉ TIRÉE PAR LA CONSOMMATION PRIVÉE DANS LES SERVICES... ET C'EST À PEU PRÈS TOUT

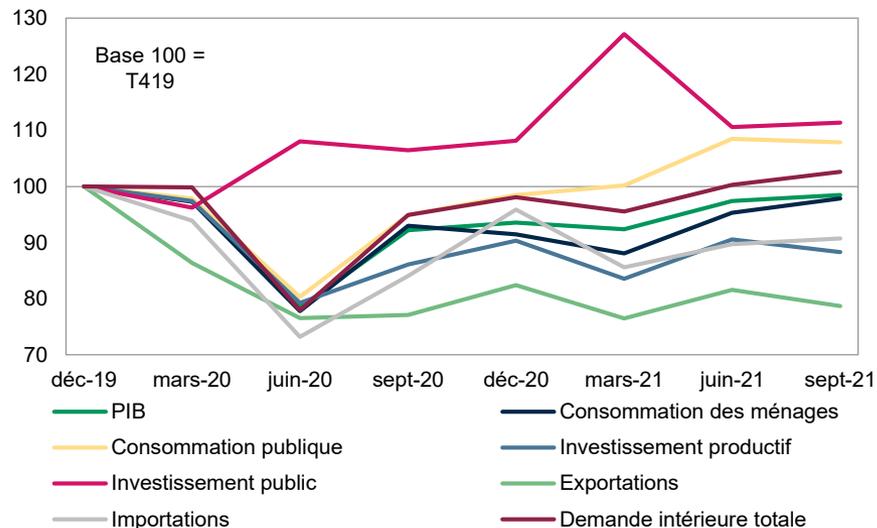
**Croissance trimestrielle du PIB :  
décomposition en termes de dépenses**



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le 22 décembre, l'ONS a publié d'importantes révisions des comptes nationaux. Ainsi la croissance du T3-21 a été révisée à 1,1% (en variation trimestrielle), contre 1,3% annoncé lors de la première estimation. La croissance annuelle du PIB pour 2020 a été révisée à la hausse, de -9,7% à -9,4%. Par conséquent, le PIB est actuellement inférieur de 1,5% à son niveau de fin 2019 (contre un repli évalué à 2,1% lors de la première estimation). Au T3-21, la consommation des ménages n'a progressé que de 2,7% par rapport au trimestre précédent, contre +8,2% au T2-21, les consommateurs ayant freiné leurs dépenses en biens (+0,9% sur la période), notamment en véhicules, tout en soutenant la consommation de services (+11% sur la période). Après la révision à la hausse des données, le recul de la consommation des ménages par rapport au niveau de fin 2019 n'est désormais plus estimé qu'à 2,1% (contre 4,4% dans la première estimation), en raison d'une révision significative de la consommation des ménages dans

**Depuis le T4 2019, la reprise a été tirée  
par le secteur public**



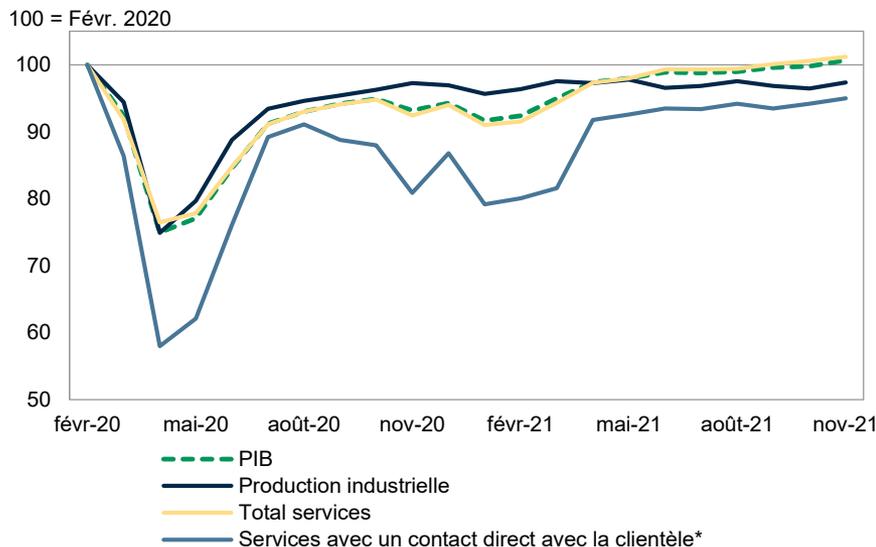
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

les restaurants. Le taux d'épargne serait tombé à 8,3% d'après les estimations et reste donc au-dessus de son niveau d'avant-crise (4,6% en moyenne en 2019). Les dépenses publiques ont augmenté massivement depuis la pandémie, le gouvernement ayant mis en œuvre un nombre exceptionnel de mesures de soutien liées à la pandémie, mesures désormais arrêtées. La consommation et l'investissement publics n'ont apporté aucune contribution au rebond de l'activité au T3-21. Du côté des pires performances, l'investissement des entreprises s'est contracté de manière inattendue au T3-21 (-2,5% sur la période), restant 11,7% sous son niveau de fin 2019. Le commerce extérieur a également pesé sur la croissance trimestrielle (contribution de -1,3%), les exportations ayant diminué tandis que les importations augmentaient. Comme le montre le graphique de droite, les exportations n'ont montré aucune reprise depuis la crise, restant inférieures de plus de 20% à leur niveau de fin 2019.

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## EN NOVEMBRE 2021, L'ACTIVITÉ EST REPASSÉE POUR LA PREMIÈRE FOIS AU-DESSUS DE SON NIVEAU DE FÉVRIER 2020

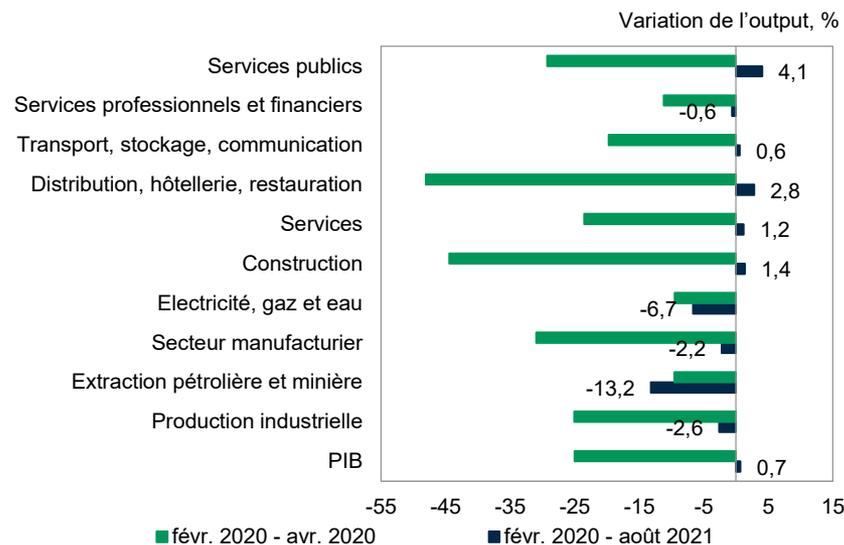
### La croissance demeure faible dans les activités de service avec un contact direct avec le public



\* Services comprenant les commerces de détail, la restauration, le tourisme, la culture et les loisirs (données officielles de l'ONS)

Après un mois d'octobre décevant (+0,2% sur le mois) et un rebond plus fort que prévu en novembre (0,9%), le PIB repasse pour la première fois au-dessus de son niveau pré-pandémie (février 2020). Il se situe désormais 0,7% au-dessus de ce niveau, les services et la construction étant 1,3% au-dessus, tandis que l'industrie reste en retrait, de 2,6%. Les activités de service qui demandent un contact direct avec le public (commerce de détail, restauration, voyages et transports, divertissement et loisirs) restent 5% sous leur niveau d'avant-crise, tandis que les autres services sont 2,9% au-dessus.

### Reprise inégale selon les secteurs L'activité manufacturière s/s son niveau de février 2020



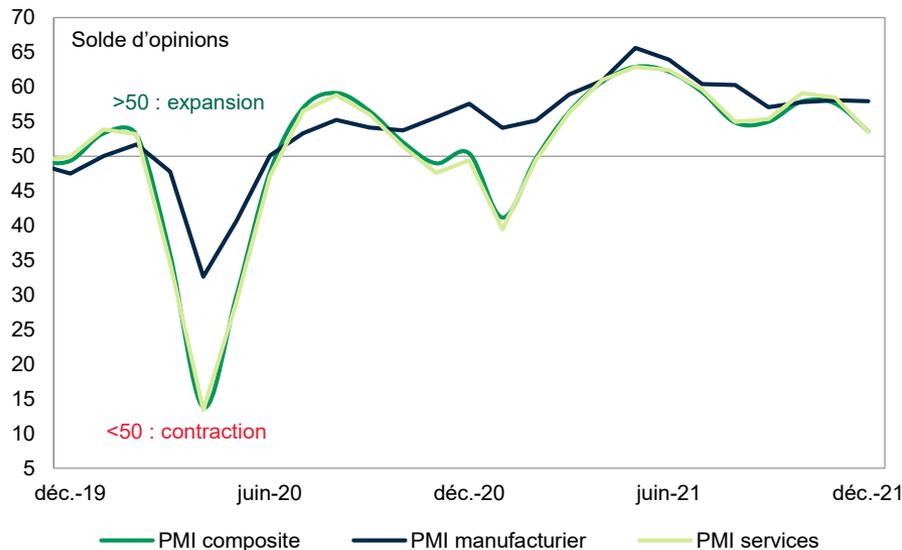
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le fort rebond de l'activité en novembre crée un acquis de croissance meilleur que prévu pour la variation trimestrielle du PIB au T4, qui serait de 1,3% en supposant une activité stable en décembre. Cependant, la vague Omicron devrait avoir provoqué une contraction de l'activité en décembre (comme le suggèrent les enquêtes PMI), annulant partiellement cet effet positif, en raison des absences de personnel et d'un nouvel accès de faiblesse dans les services qui supposent un contact social. Par conséquent, nous anticipons un taux de croissance trimestriel de 0,9% au T4.

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## LES ENTREPRISES RESTENT OPTIMISTES MALGRÉ LES DIFFICULTÉS

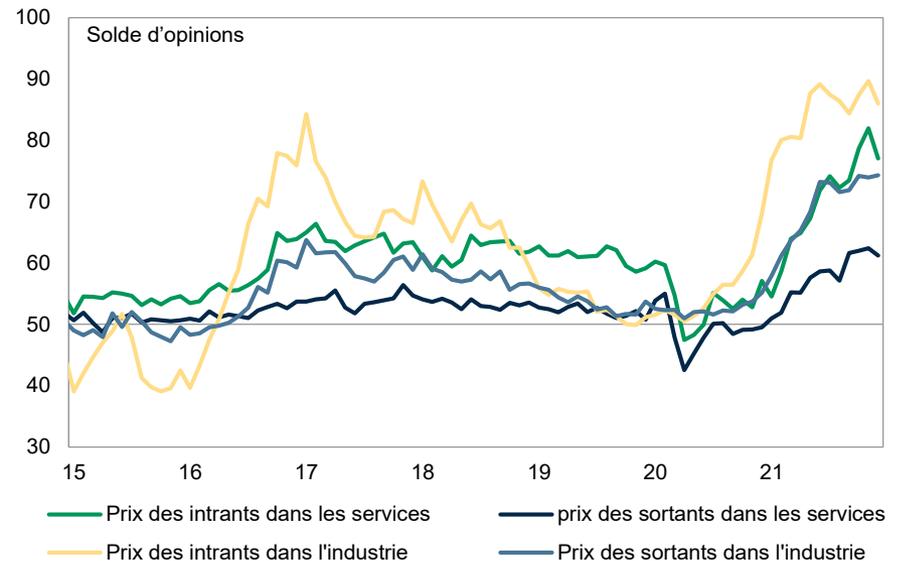
### Enquêtes PMI : confortablement installées en zone d'expansion malgré Omicron



Sources : IHS Markit, Crédit Agricole SA / ECO

Les enquêtes PMI montrent « un retournement de situation marqué en décembre » à cause du variant Omicron. Alors que le secteur industriel a relativement bien résisté, le PMI des services est tombé de 58,5 en novembre à 53,6 en décembre, indiquant le rythme d'expansion le plus faible depuis le confinement de février 2021. Les entreprises ont signalé une baisse des dépenses dans les services qui demandent un contact direct avec les clients et des perturbations dues aux absences de personnel. La baisse de la composante « nouvelles commandes » (de 59,0 à 53,6, son niveau le plus bas depuis février) montre que la dynamique s'est fortement dégradée en décembre, les entreprises du secteur des voyages, des loisirs et de l'hôtellerie ayant souffert d'annulations d'événements pendant la période des fêtes et de nouvelles restrictions pesant sur les voyages. Avec le recul de la demande de services, les pressions sur les capacités de production se sont atténuées. Du côté positif, la croissance de

### Les composantes « prix » des indices PMI donnent de timides signes de stabilisation



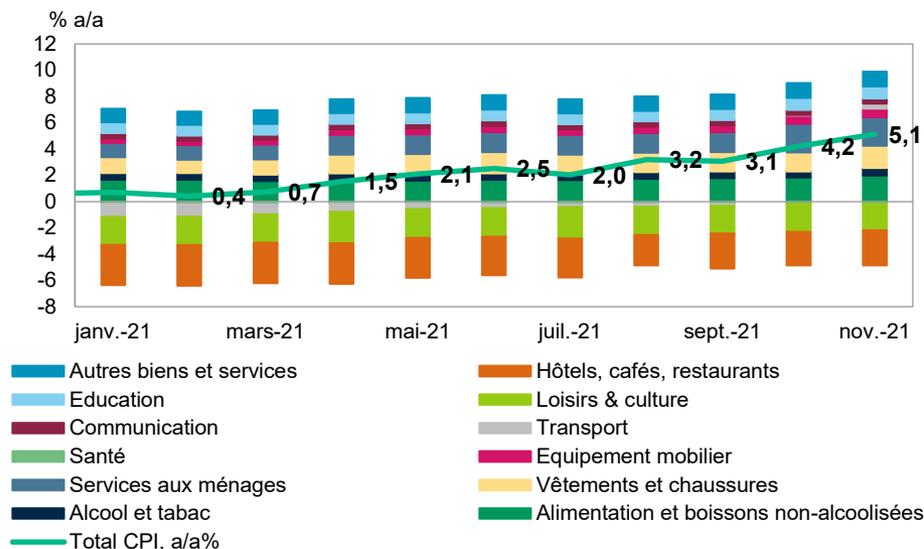
Sources : IHS Markit, Crédit Agricole SA / ECO

l'emploi est restée relativement forte (malgré le manque de candidats disponibles), ce qui traduit une forte confiance dans les perspectives d'activité. Les pressions sur les coûts sont restées fortes, mais l'inflation a légèrement décéléré, une première depuis le mois d'août. Au total, le PMI des services est resté confortablement au-dessus de 50, ce qui indique une poursuite de l'expansion, laquelle sera cependant freinée temporairement par Omicron. Dans l'industrie, le PMI de décembre a fait état d'une plus forte croissance de la production, des nouvelles commandes (au plus haut depuis août) et de l'emploi. Toutefois, si la demande intérieure s'est renforcée, la demande d'exportations a continué de baisser. Ceci résulte de difficultés liées au *Brexit*, de problèmes logistiques et de nouvelles restrictions liées au Covid. Les contraintes pesant sur les chaînes d'approvisionnement et les pénuries de personnel sont restées fortes, mais se sont légèrement atténuées.

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## LA TENDANCE HAUSSIÈRE DE L'INFLATION S'EST POURSUIVIE

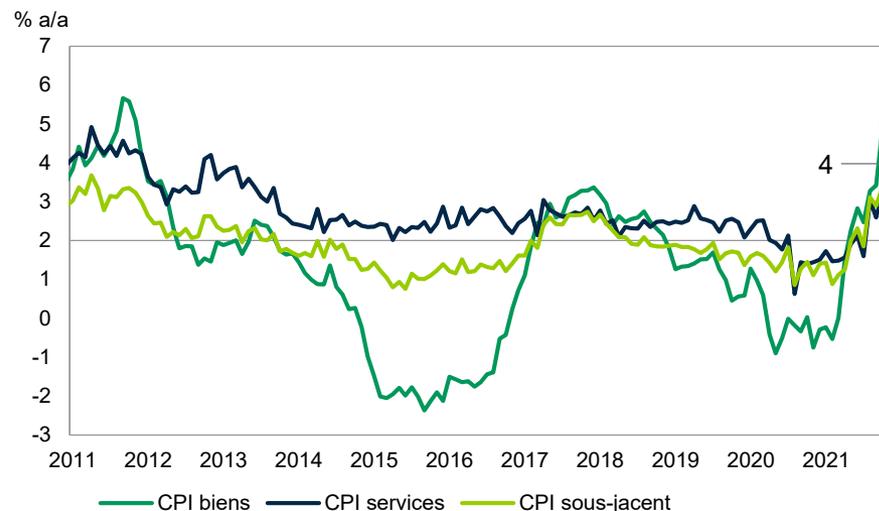
**Inflation CPI : pressions assez généralisées, mais des facteurs temporaires subsistent**



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'inflation CPI a atteint 5,1% sur un an, son niveau le plus élevé en dix ans, et l'inflation sous-jacente a atteint 4,0%, un record depuis le début de la série en 1997. Les évolutions sur le mois des deux indices (+0,7% et +0,5% respectivement) dépassent significativement leurs moyennes passées pour cette période de l'année. Les contributions à la hausse de l'inflation CPI ont été généralisées. Les plus importantes ont été celles des transports (en raison de la hausse des prix des carburants et des voitures d'occasion, en particulier) et du logement et des services aux ménages (conséquence de la hausse des prix du gaz et de l'électricité). Les prix des carburants ont augmenté de 28,5% sur un an, le prix moyen atteignant un niveau record de 145,8 pence par litre. La forte hausse des prix des voitures d'occasion (27% sur un an) est due à l'augmentation de la demande de véhicules (de nombreuses personnes évitant les transports publics) ainsi qu'à des problèmes d'offre, la production de voitures neuves souffrant de la pénurie mondiale de semi-conducteurs.

**L'inflation CPI des biens progresse et a dépassé son point haut de 2011**  
**L'inflation CPI des services est plus contenue**



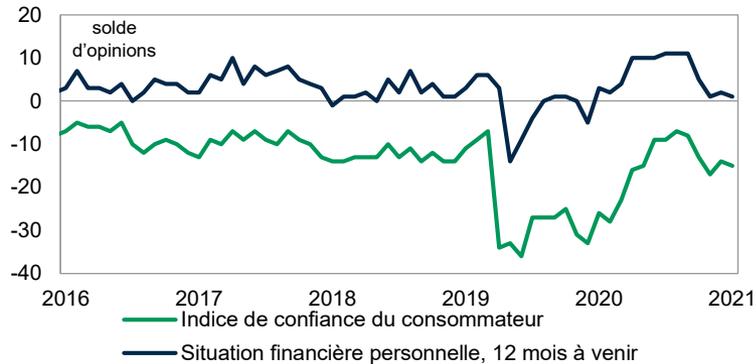
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Les services aux ménages ont également contribué de manière importante à l'inflation en raison du relèvement du plafond des prix de l'énergie par le régulateur (Ofgem). Ce plafond a été relevé deux fois en 2021, en avril et en octobre, pour tenir compte des augmentations des prix de marché du gaz et de l'électricité. Les autres secteurs ayant apporté une contribution positive à l'inflation sont l'habillement et la chaussure (essentiellement en raison d'effets de base), l'alimentation, l'alcool et le tabac (l'effet le plus important étant dû à l'augmentation des taxes sur le tabac), les loisirs et la culture. Malgré les contributions relativement généralisées à l'inflation, l'analyse montre donc que des facteurs temporaires continuent de jouer un rôle dans l'accélération de l'inflation. Ces contributions positives ont été partiellement compensées par les contributions négatives des restaurants et des hôtels, dont les prix ont décéléré en novembre.

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

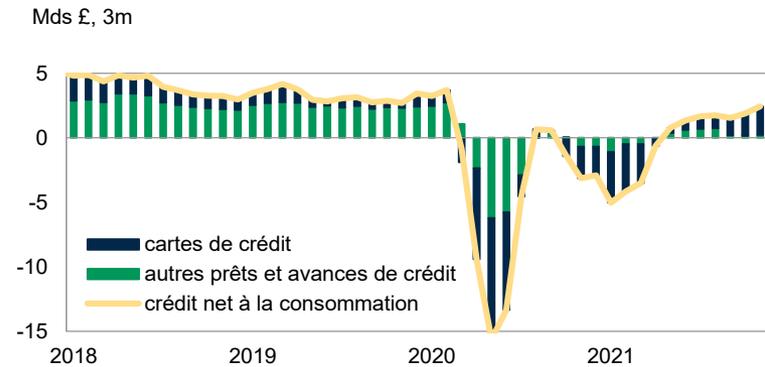
## LES CONSOMMATEURS RESTENT RELATIVEMENT CONFIANTS ET CONTINUENT DE DÉPENSER

### La confiance des consommateurs se stabilise, mais ne s'effondre pas



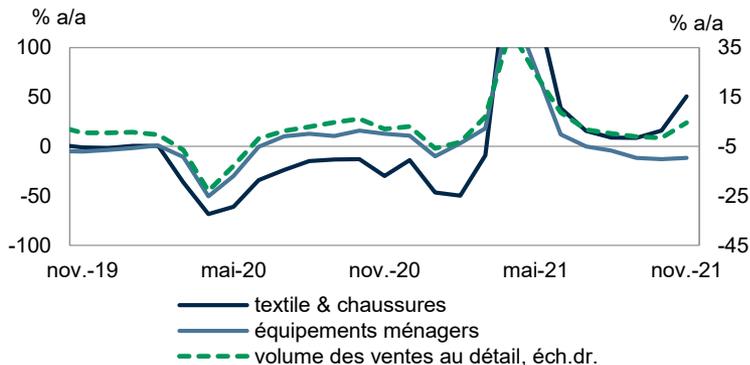
Sources : GfK, Crédit Agricole SA / ECO

### Les encours de crédit à la consommation augmentent



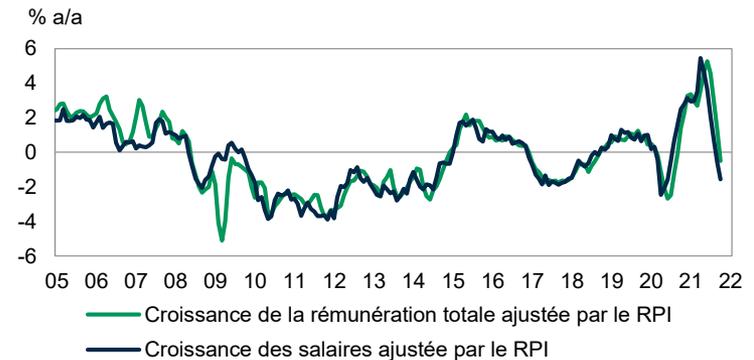
Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

### Les ventes au détail repartent à la hausse



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

### L'érosion de la croissance des revenus réels ne fait que commencer

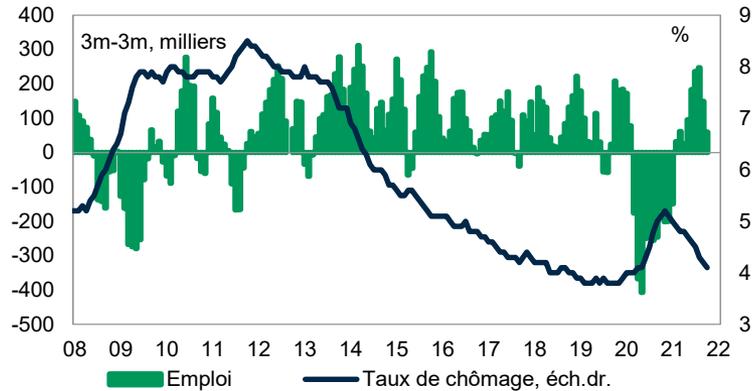


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

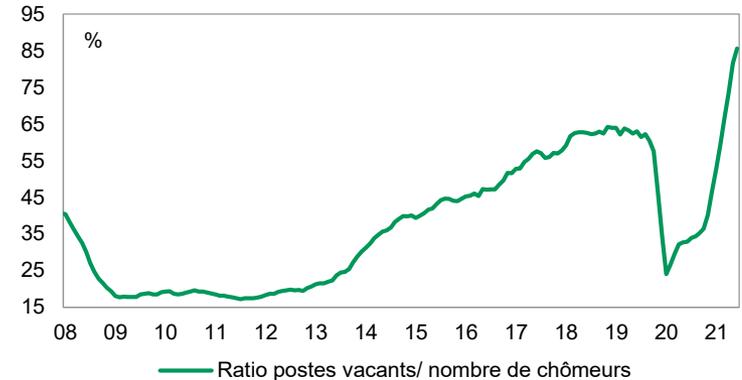
## LE MARCHÉ DU TRAVAIL S'EST ENCORE RESSERRÉ

Le taux de chômage a baissé à 4,2% sur fond de taux de participation toujours faible (63,3%)



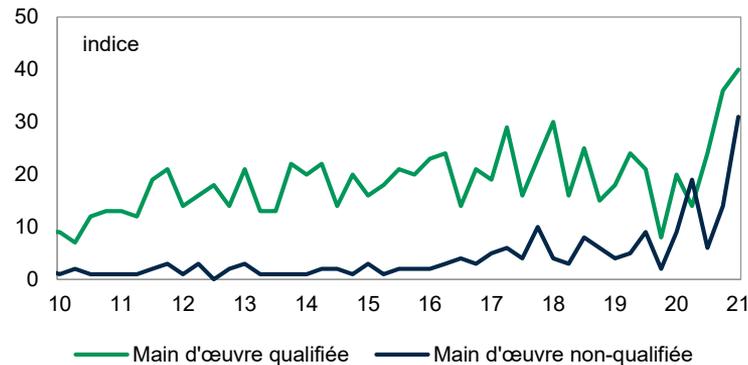
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le nombre de postes vacants a atteint de nouveaux records



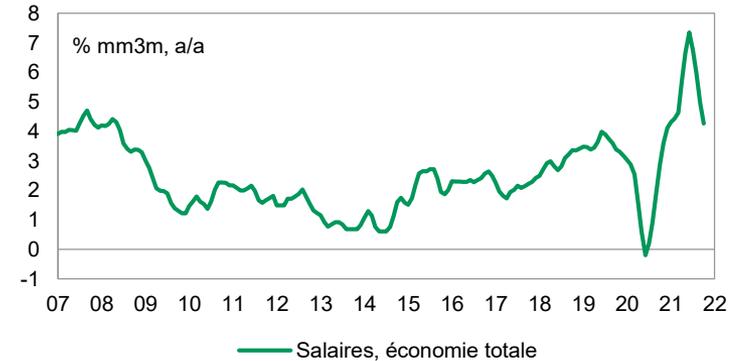
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Avec la pandémie et le *Brexit*, les difficultés de recrutement se sont renforcées et généralisées



Sources : CBI, Crédit Agricole SA / ECO

La croissance des salaires a chuté, les effets de base et de composition ayant quasiment disparu



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

# SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE

2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

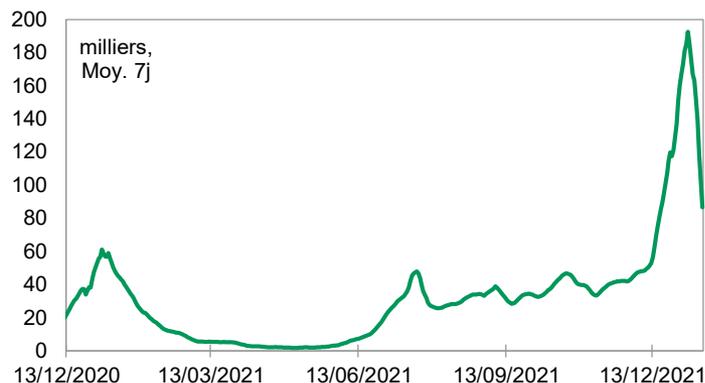
3 | LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

4 FOCUS – PARTICIPATION AU MARCHÉ DU TRAVAIL

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

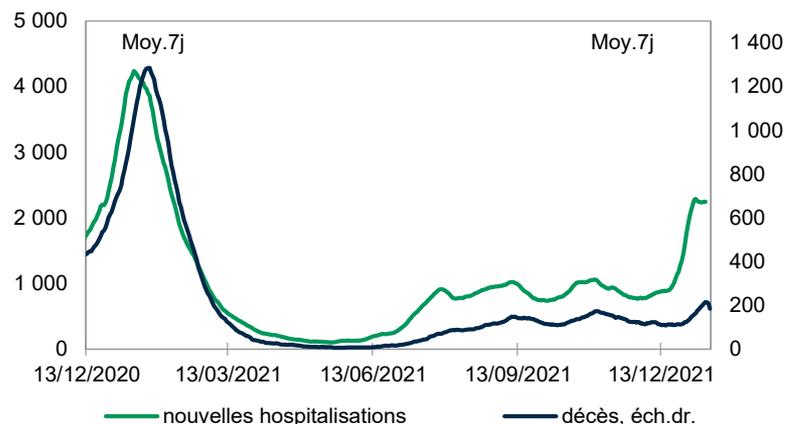
## LA VAGUE OMICRON DEVRAIT ÊTRE DE COURTE DURÉE

### Nouveaux cas de Covid-19 au Royaume-Uni

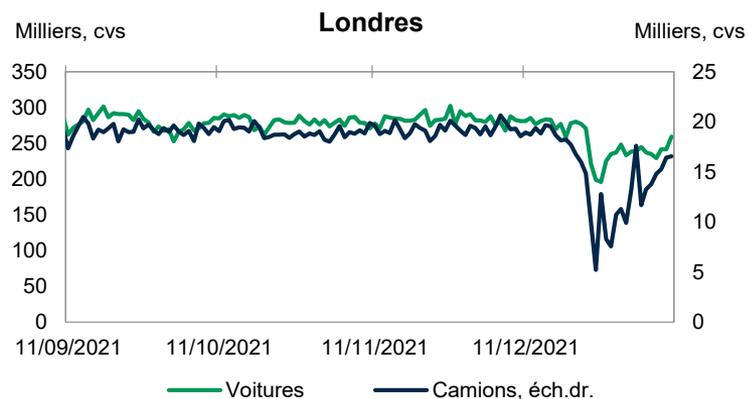


Sources : gov.uk, données au 13 janvier 2022, Crédit Agricole SA / ECO

### Hospitalisations et décès

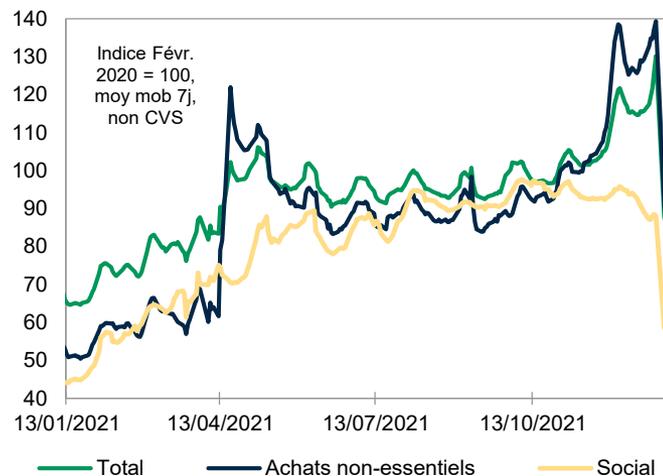


### Activité des caméras de surveillance du trafic routier



Sources : ONS

### Encours de cartes de crédit



# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

## LA REPRISE RALENTIT SOUS L'EFFET DE L'ARRÊT DES MESURES DE SOUTIEN ET DE L'AUGMENTATION DU COÛT DE LA VIE

Nous anticipons un léger ralentissement de la croissance trimestrielle au T4 2021 à 0,9% (contre 1,1% au T3 et 5,4% au T2), en raison de la vague Omicron et de la persistance des contraintes d'offre qui freinent la production. La croissance va probablement rester faible au T1 2022 avant une certaine accélération au printemps, sous l'hypothèse que la vague Omicron sera sous contrôle et que les problèmes d'offre s'atténueront.

La consommation des ménages devrait rester le principal moteur de la croissance. D'importants facteurs continuent de la soutenir (l'amélioration du marché du travail, l'épargne accumulée pendant la pandémie et un taux d'épargne qui reste relativement élevé). Mais les perspectives à court terme s'annoncent moins favorables en raison de la baisse du pouvoir d'achat, elle-même liée à l'accélération du niveau des prix, en particulier ceux de l'énergie, et à des hausses planifiées de la fiscalité.

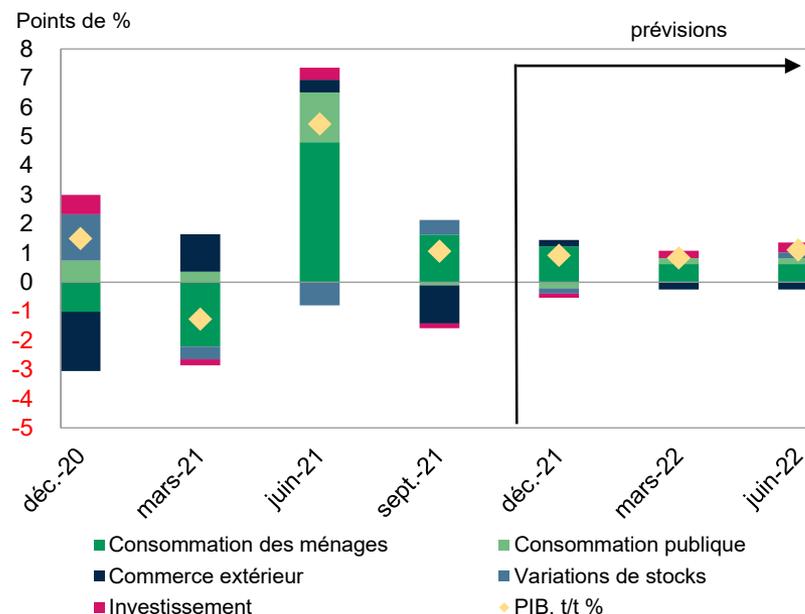
L'inflation devrait dépasser les 6% au T2 2022 en raison d'une nouvelle forte hausse des prix du gaz et de l'électricité attendue en avril prochain. Elle devrait rester supérieure à l'objectif de 2% de la BoE cette année et l'année prochaine, mais retomber vers cet objectif à moyen terme.

Nous prévoyons une accélération de l'investissement des entreprises cette année, le pire de la pandémie étant désormais derrière nous et les entreprises profitant des incitations fiscales (hausses des déductions) annoncées dans le budget de mars 2021. Toutefois, compte tenu du fait que les problèmes d'offre persistent, la contribution de l'investissement des entreprises à la croissance devrait rester modeste. La croissance de l'investissement public et celle de l'investissement résidentiel ont, quant à elles, probablement dépassé leur pic.

Le commerce extérieur devrait continuer à freiner la croissance. Nous attendons toutefois une certaine amélioration dans ce domaine, sous l'effet du renforcement de la croissance mondiale dans les mois à venir, de l'atténuation des problèmes logistiques et de la mise en œuvre par le gouvernement britannique des derniers contrôles douaniers sur ses importations en provenance de l'UE.

Point important, le *policy mix* sera moins accommodant dans les mois à venir, puisque la BoE devrait continuer à normaliser sa politique monétaire et que le gouvernement prévoit un resserrement important de la politique budgétaire cette année.

### Contributions à la croissance trimestrielle du PIB : décomposition par dépenses



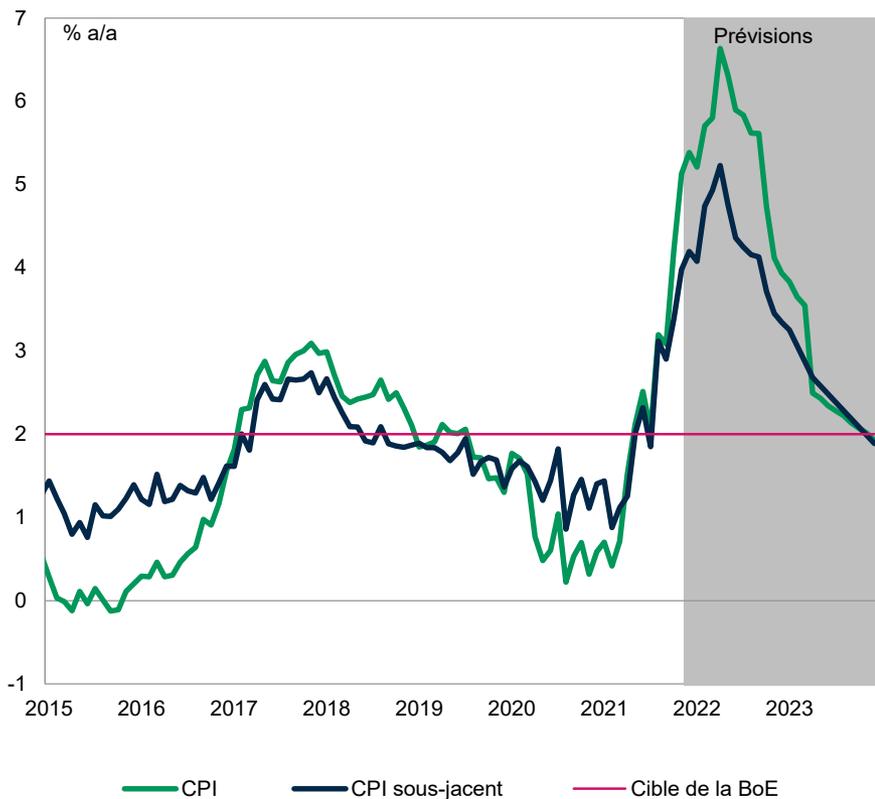
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Les risques pesant sur notre scénario restent orientés à la baisse. Malheureusement, le cas du Royaume-Uni montre que les vaccins disponibles sont moins efficaces que prévu contre les nouveaux variants. Les vaccins « polyvalents » contre le Covid ne seront pas disponibles avant 2025-2026 et la pandémie pourrait donc se poursuivre pendant plusieurs années. Cette situation a des conséquences sur l'inflation, puisque les chaînes d'approvisionnement mondiales risquent de rester perturbées plus longtemps que prévu, contribuant à la hausse des coûts et des prix. Une inflation élevée et persistante crée à son tour des risques de crise politique et de tensions sociales.

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

## UNE FORTE HAUSSE DE L'INFLATION EST ATTENDUE EN AVRIL 2022 EN RAISON DES PRIX DE L'ÉNERGIE

**L'inflation CPI devrait dépasser 6% en avril en raison d'une forte hausse des prix de détail du gaz et de l'électricité**



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'inflation CPI a atteint 5,1% sur un an en novembre 2021 (et 4,0% pour l'inflation sous-jacente). Bien que les contributions aient été généralisées, le principal facteur a été la hausse des prix de l'énergie et des voitures d'occasion : **le niveau élevé de l'inflation semble donc encore largement attribuable à des facteurs temporaires.**

**Les prix de gaz et d'électricité devraient augmenter fortement en avril 2022.** En raison de la forte hausse des prix de l'énergie au cours du premier semestre 2021, le régulateur britannique de l'énergie, l'Ofgem, a augmenté à partir d'octobre les plafonds tarifaires des prix de détail du gaz et de l'électricité d'environ 17% et 9% respectivement. L'Ofgem actualisera à nouveau ses plafonds tarifaires en avril prochain et l'évolution des cours de l'énergie sur les marchés suggère que les prix de détail du gaz pourraient augmenter d'environ 50% en avril. Cela devrait pousser l'inflation CPI au-dessus de 6% et l'inflation sous-jacente au-dessus de 5% sur un an en avril.

La hausse des prix de l'énergie fait peser une pression croissante sur le gouvernement pour qu'il allège le coût de la vie. Plusieurs mesures sont actuellement à l'étude, notamment une réduction de la TVA de 5% à 0% sur les factures d'énergie, l'extension du « *Warm Homes Discount* » (chèque énergie sous condition de revenu), des paiements ciblés pour les ménages les plus pauvres et, plus récemment, un impôt exceptionnel sur les sociétés de production de pétrole et de gaz de la mer du Nord promis par les travaillistes et les libéraux démocrates.

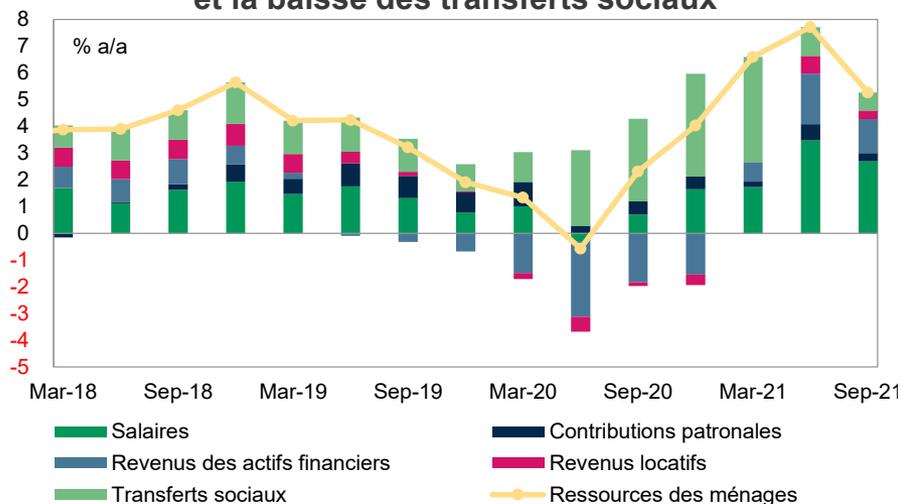
**L'inflation devrait progressivement diminuer à moyen terme,** en supposant que les cours de marché de l'énergie baissent, comme le suggèrent les marchés à terme. Ils exerceront une pression baissière sur l'inflation des prix de détail de l'énergie à partir de 2023, ce qui aura un effet positif sur les revenus réels. Nous estimons que l'inflation CPI restera élevée cette année, mais qu'elle se rapprochera de l'objectif de la Banque centrale fin 2023.

**Les risques sur l'inflation semblent désormais plus équilibrés.** Du côté haussier, les cours de l'énergie pourraient augmenter davantage et les tensions sur l'offre pourraient durer plus longtemps qu'attendu. Du côté baissier, la consommation des ménages pourrait s'affaiblir plus que prévu en raison d'une croissance plus faible des revenus et de la hausse du coût de la vie, pesant à son tour sur la hausse des prix à la consommation.

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

## LES MÉNAGES SE PRÉPARENT À UN PRINTEMPS DIFFICILE AVEC UNE FORTE COMPRESSION DES REVENUS EN AVRIL

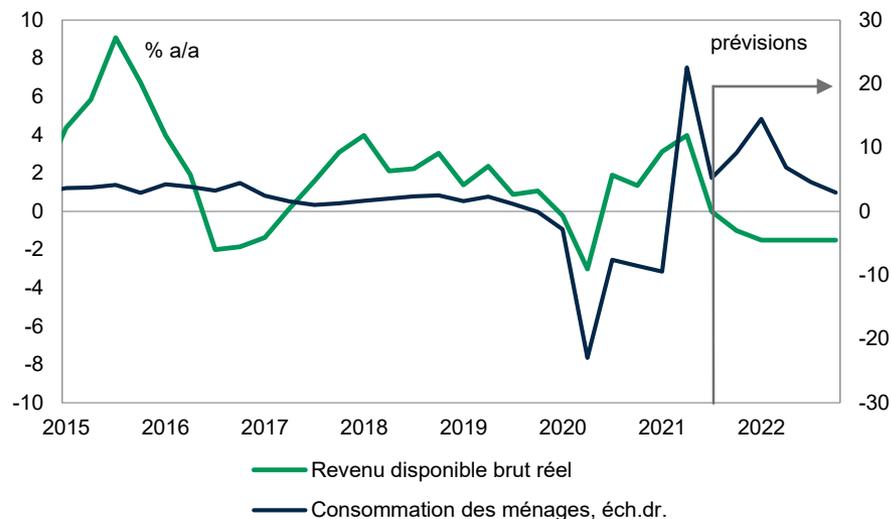
Les ressources des ménages devraient continuer à ralentir avec une moindre croissance des salaires et la baisse des transferts sociaux



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Une croissance moins forte des salaires, la hausse des prix de l'énergie et l'alourdissement de la fiscalité devraient peser fortement sur le revenu disponible réel des ménages. Le dispositif de chômage technique a pris fin début octobre, les taux de TVA ont été relevés de 5,0% à 12,5% dans l'hôtellerie et la restauration et la bonification de 20 livres par semaine de l'allocation sociale (*Universal Credit*) a été supprimée. En avril 2022, le gouvernement prévoit un nouveau tour de vis significatif de la fiscalité. Le taux de TVA pour l'hôtellerie et la restauration devrait revenir au taux habituel de 20%. Plus important encore, les charges sociales (*National Insurance contributions*) vont augmenter de 1,25%. Le mois d'avril marquera également le début d'un gel de quatre ans des seuils de l'impôt sur le revenu et du montant des allocations. Le groupe de réflexion *Resolution Foundation* estime qu'avec la flambée des factures d'énergie, ces changements fiscaux entraîneront un surcoût moyen de 1 200 livres par ménage en avril,

Le revenu disponible réel brut devrait baisser en 2022



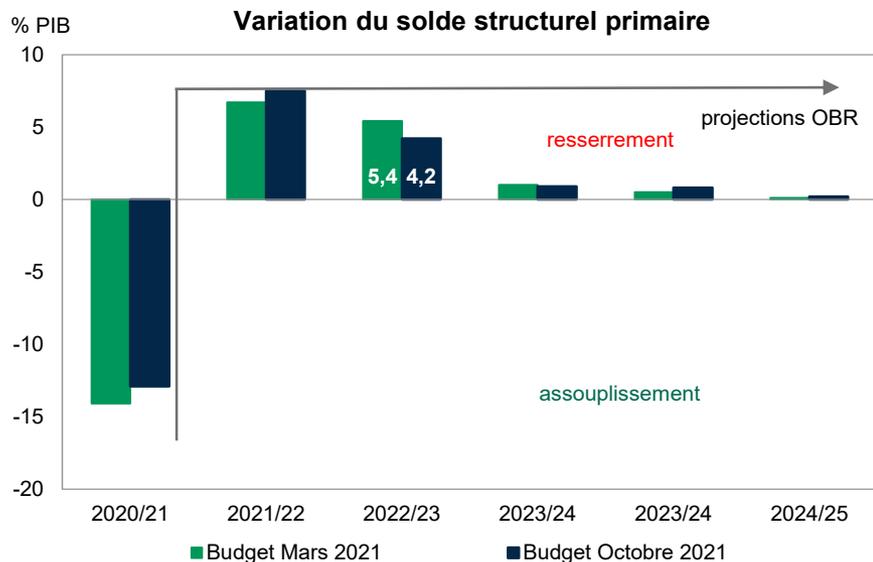
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

représentant une baisse considérable du niveau de vie. Le budget du 27 octobre comprenait quelques mesures de compensation bienvenues, notamment une augmentation de 6,6% du salaire minimum (le *National Living Wage*) à partir d'avril 2022 et des modifications de l'allocation sociale *Universal Credit* (sous forme de moindres réductions de l'allocation pour les personnes qui travaillent). Ces changements devraient augmenter les revenus des personnes les plus pauvres, mais ils sont loin de compenser les autres hausses d'impôts. Qui plus est, le principal impôt sur les sociétés devrait augmenter fortement en avril 2023 (de 19 à 25%) et cette charge sera probablement supportée en partie par les travailleurs. Du côté positif, la bonne tenue du marché du travail devrait se poursuivre, ce qui soutiendra la confiance des consommateurs. L'importante épargne accumulée pendant la crise permettra également aux ménages de soutenir la consommation en palliant la baisse des revenus réels.

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

## LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE DEVIENT RESTRICTIVE

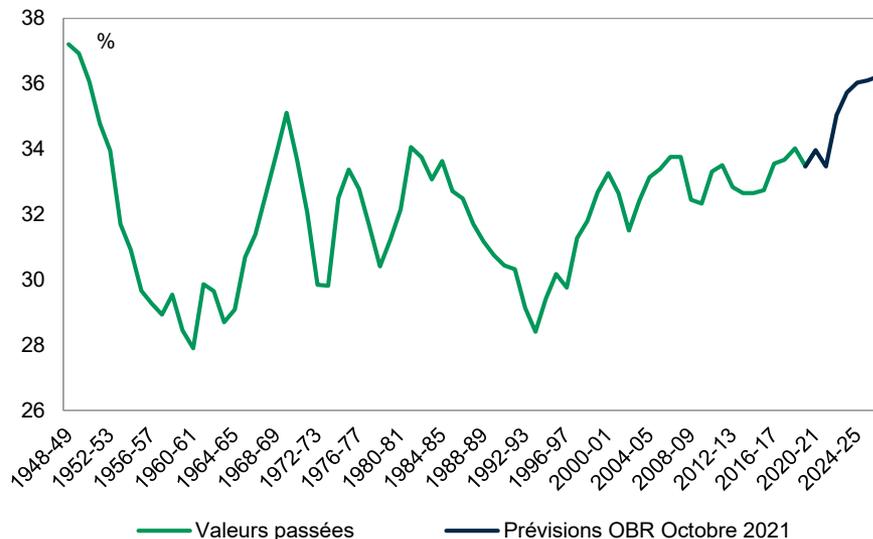
Le resserrement budgétaire prévu au Royaume-Uni a été allégé l'année prochaine, mais reste important



Sources : OBR, Crédit Agricole SA / ECO

Dans sa revue budgétaire d'octobre (*Budget and Spending Review*), le gouvernement a annoncé une augmentation soutenue des dépenses publiques (23 Mds £ par an jusqu'en 2026-2027), financée en partie par une hausse de la fiscalité. Selon l'OBR, les dépenses publiques passeraient de 40% du PIB avant la pandémie à 42% du PIB au cours de l'exercice fiscal 2026-2027, le niveau le plus élevé depuis la fin des années 1970. Cette augmentation des dépenses est partiellement financée par une nouvelle hausse nette des impôts (dont les recettes sont estimées à 17 Mds £ par an) sous la forme d'une nouvelle taxe « Santé et aide sociale » de 1,25% à laquelle seront soumis les salariés, les employeurs et les travailleurs indépendants. Si l'on ajoute à cela les augmentations d'impôts annoncées par le chancelier de l'Échiquier en mars 2021 (qui concernent l'impôt principal sur

Le ratio impôts et taxes sur PIB va atteindre son plus haut niveau depuis les années 50



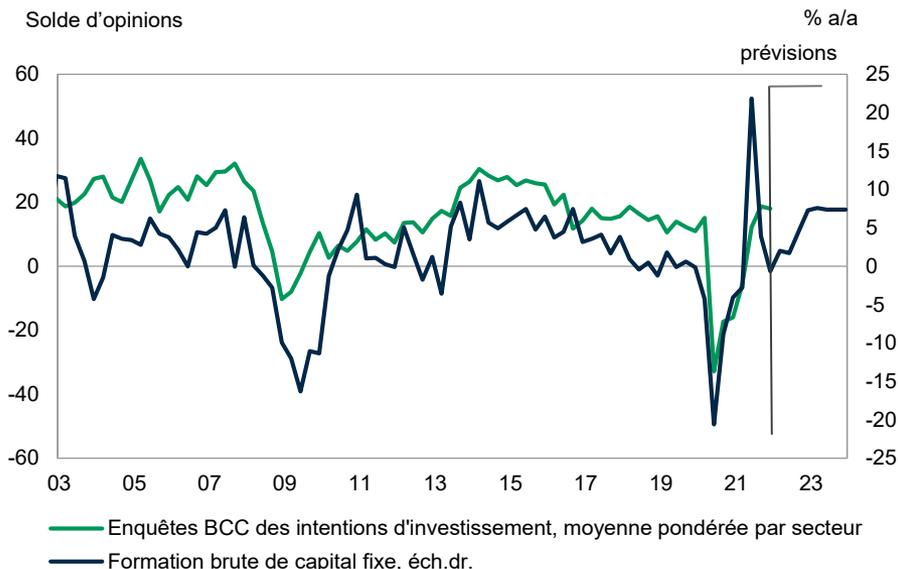
Sources : OBR

les sociétés, les exemptions et seuils de l'impôt sur le revenu et les montants des allocations), la charge fiscale en pourcentage du PIB devrait passer de 34% avant la pandémie à 36% pour l'exercice 2025/2026, son niveau le plus élevé depuis 1950. Les mesures discrétionnaires annoncées dans le budget d'octobre réduisent de manière significative le resserrement budgétaire prévu en 2022-2023 (de 0,8 point de pourcentage selon l'OBR), ce qui se traduirait par un surcroît de croissance estimée à 0,4% du PIB sur l'exercice 2022-2023. Le Royaume-Uni reste malgré cela sur la voie d'un assainissement budgétaire assez rapide, puisqu'il est prévu que son déficit budgétaire primaire structurel passe de 6,7% du PIB pour l'exercice budgétaire actuel (qui se termine en mars 2022) à 1,6% du PIB pour l'exercice 2023-2024.

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

## LES INCERTITUDES ONT FREINÉ LES PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

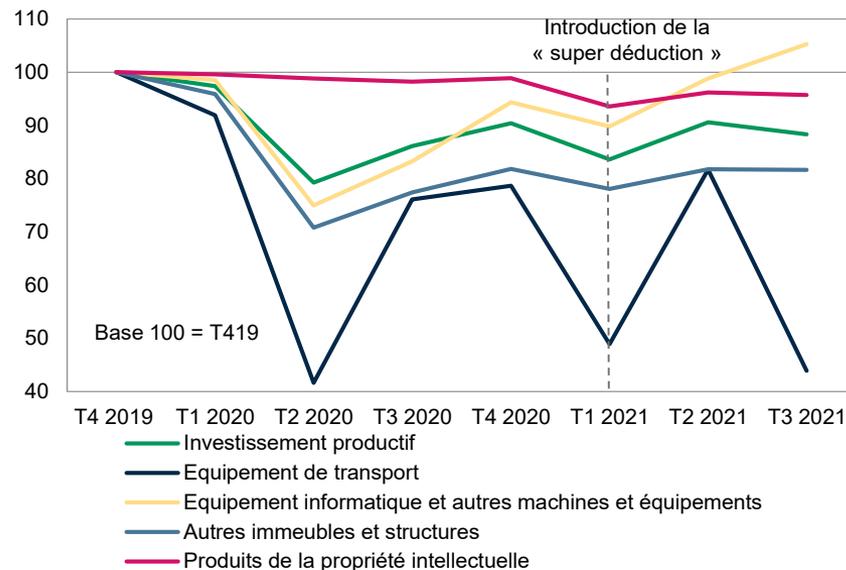
### Les intentions d'investissement ont retrouvé leur niveau d'avant-crise



Sources : BCC, ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'investissement productif n'a pas connu la même reprise que le reste de l'économie britannique. Au T3, après une baisse de 2,5% par rapport au trimestre précédent, il était encore inférieur de près de 12% à son niveau de fin 2019, tandis que l'investissement en logements et l'investissement public s'étaient largement redressés. Les statistiques de l'investissement productif ont été pénalisées par les chiffres de certains secteurs comme le matériel de transport (où l'investissement reste inférieur de 56% à son niveau d'avant-crise) et celui des autres bâtiments et structures (retard de 19%). À l'inverse, les investissements en matériel informatique et « autres machines et équipements » ont fortement progressé : au T3, ils se situaient 5% au-dessus de leur niveau d'avant-crise. Il est possible que cela reflète l'impact positif de la « super déduction », consistant en une généreuse déduction de 130% de la valeur des nouveaux investissements en usines ou machines. Introduite en avril 2021, cette mesure sera en vigueur pendant deux ans.

### La « super déduction » a probablement eu un effet dans le secteur IT



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Les enquêtes sur les intentions d'investissement se sont améliorées de manière quasi-ininterrompue depuis leur point bas du T2 2020 et la confiance des entreprises est restée relativement forte dans l'ensemble, malgré les difficultés. Par conséquent, et compte tenu du retard qui reste à combler, notre scénario continue de tabler sur une reprise de l'investissement. Toutefois, en raison d'Omicron il faudra probablement attendre le T1 ou le T2 2022 pour qu'elle se matérialise. La « super déduction » devrait stimuler les investissements des entreprises en 2022, ces dernières étant encouragées à investir plus tôt qu'elles ne l'envisageaient initialement. L'impact de celle-ci sera toutefois probablement amoindri par les incertitudes persistantes créées par le Covid, le *Brexit* et les perspectives de hausse des taux d'intérêt. À long terme, les perspectives ne sont guère réjouissantes : le retour de bâton des incitations actuelles et l'augmentation substantielle du principal taux de l'impôt sur les sociétés en avril 2023 devraient à leur tour peser sur l'investissement.

# POLITIQUE MONÉTAIRE

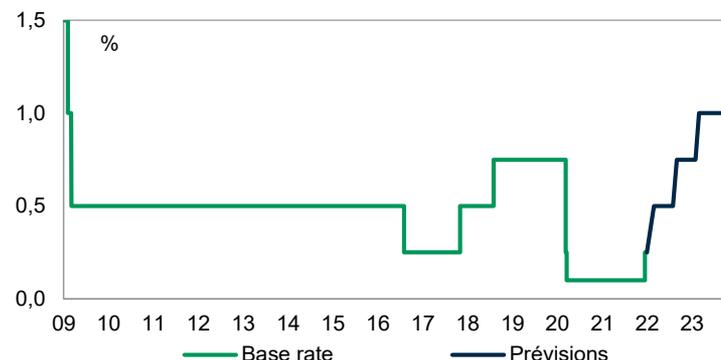
## BANQUE D'ANGLETERRE : LE RESSERREMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DEVRAIT ÊTRE « MODESTE »

Les décisions de la Banque d'Angleterre (BoE) sont devenues de plus en plus difficiles à anticiper. Après avoir laissé les taux directeurs inchangés en novembre, alors que les marchés s'attendaient à un relèvement, le MPC (Comité de politique monétaire) a changé de cap en décembre, malgré Omicron, et a augmenté le taux de base de 15 points de base, à 0,25% : une surprise pour la majorité du consensus (nous inclus) qui tablait sur une première hausse de taux au mois de février prochain au plus tôt en raison de l'incertitude liée au variant Omicron. La BoE s'affirme ainsi comme la plus *hawkish* des grandes banques centrales des pays avancés, alors même que son économie récupère plus lentement de la crise du Covid.

**Une hausse des taux directeurs justifiée par la bonne tenue du marché du travail et par la hausse des anticipations d'inflation.** La BoE avait indiqué qu'une éventuelle hausse des taux serait subordonnée à une évolution rassurante du marché du travail après la fin du dispositif de chômage partiel. Les conditions sur le marché du travail ont continué de s'améliorer en octobre, avec un chômage en baisse, des offres d'emploi record et des difficultés à embaucher sans précédent. Par ailleurs, les anticipations d'inflation à moyen et long termes des ménages et des marchés financiers ont augmenté. La BoE craint qu'une inaction de sa part risquerait de conduire à une poursuite de la hausse des anticipations d'inflation et à des tensions indues sur les salaires, ce qui risquerait de nécessiter un resserrement plus agressif de sa part afin de garantir le retour de l'inflation à sa cible de 2%.

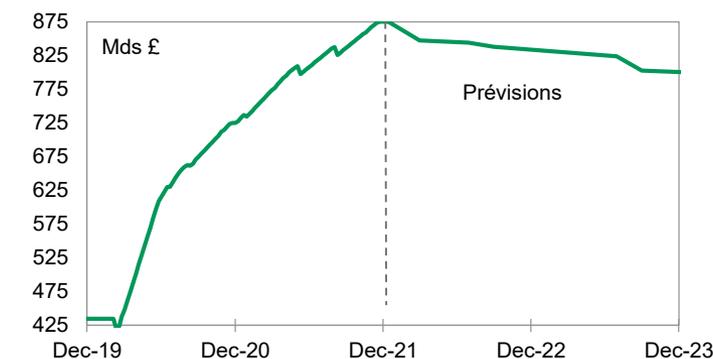
**Quel rythme de resserrement ?** Selon la BoE, un resserrement « modeste » devrait être nécessaire pour ramener durablement l'inflation vers son objectif. Les projections d'inflation de la BoE de novembre suggéraient qu'un resserrement tel qu'anticipé par les marchés à ce moment-là (taux directeur à 1% fin 2022) était jugé compatible avec son objectif d'inflation. Nous prévoyons un rythme de resserrement un peu plus lent, le taux directeur atteignant 1% en 2023 seulement. Les hausses de taux devraient par ailleurs être accompagnées d'un « resserrement quantitatif ». Selon sa nouvelle *forward guidance*, la BoE devrait arrêter de réinvestir les actifs arrivant à échéance lorsque le taux directeur atteindra 0,50%, c'est-à-dire en février en supposant que la BoE procède, comme anticipé, à un relèvement de 25 points de base lors de sa prochaine réunion du MPC. Ensuite, « sous réserve que les conditions économiques le justifient », elle pourrait commencer à vendre activement des titres, lorsque le taux directeur aura atteint 1,00%.

### Taux directeur



Sources : Thomson Reuters, Crédit Agricole SA / ECO

### Encours de *gilts* de la BoE si les titres arrivant à échéance ne sont pas réinvestis



Sources : BoE, Bloomberg, Crédit Agricole SA / ECO

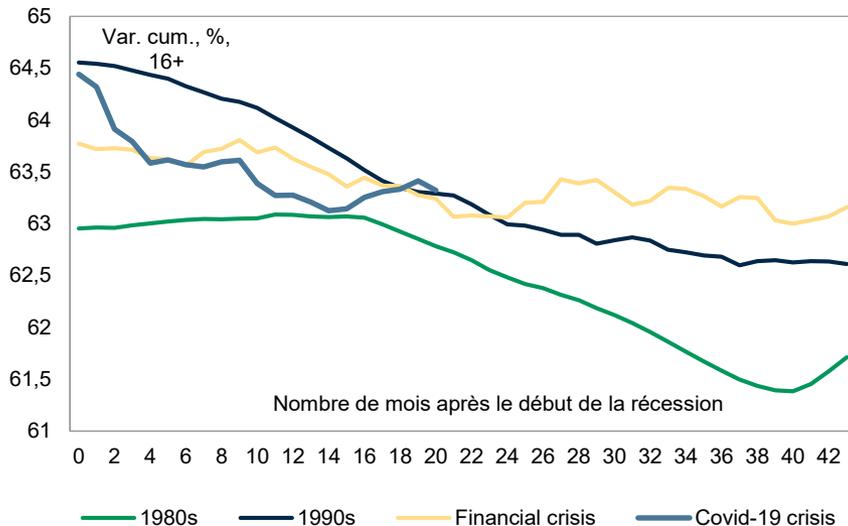
# SOMMAIRE

- 1 SYNTHÈSE
- 2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES
- 3 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO
- 4 | FOCUS – PARTICIPATION AU MARCHÉ DU TRAVAIL

# FOCUS – PARTICIPATION AU MARCHÉ DU TRAVAIL

## LE TAUX DE PARTICIPATION RESTE FAIBLE

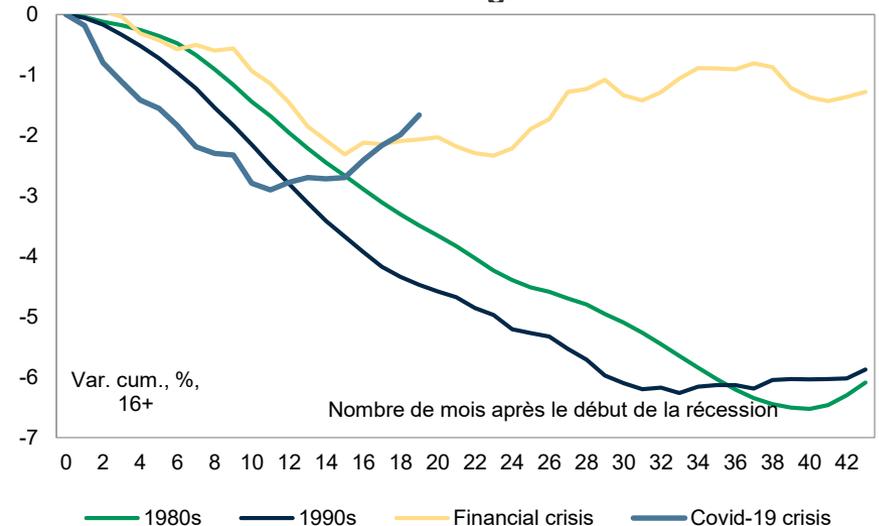
**Taux de participation au marché du travail :  
baisse plus rapide pendant cette crise  
que lors des récessions précédentes...**



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le dispositif de chômage partiel mis en place par le gouvernement a permis de maintenir le taux de chômage à un niveau bas pendant la crise du Covid-19, les employeurs ayant pu préserver des emplois qui auraient pu être supprimés si ce dispositif n'avait pas existé. Le taux de chômage n'apparaît plus comme un problème pour les autorités. En revanche, l'inactivité (personnes ne travaillant pas et ne cherchant pas de travail) pourrait constituer un défi important, dans la mesure où plus elle persiste, plus forts seront les effets négatifs de la pandémie sur la croissance potentielle, plus aigues seront aussi les tensions sur le marché du travail et ses implications pour l'inflation à moyen terme. L'inactivité a augmenté de manière significative pendant la crise du Covid-19, puis est restée relativement élevée pendant la reprise économique qui a suivi. Malgré quelques timides signes de reprise observés récemment, plus de 8,75 millions de personnes âgées de 16 à 64 ans étaient encore inactives sur les trois mois à fin octobre 2021 contre 8,37 millions au

**L'emploi a été relativement préservé pendant  
la pandémie, mais a tout de même connu  
une baisse significative**



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

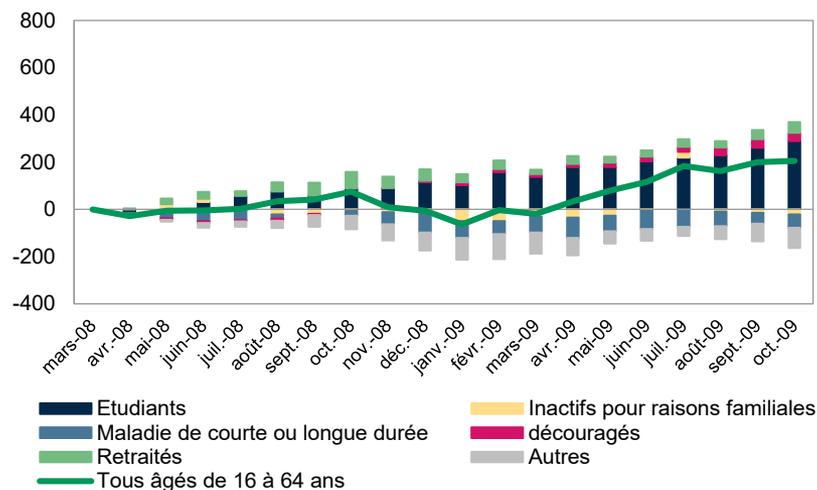
début de la pandémie, ce qui représente une augmentation de 376 000 personnes dans ce groupe d'âge. Il en résulte un taux d'inactivité (nombre de personnes inactives âgées de 16 à 64 ans divisé par le nombre total de personnes du même âge) de 21,2%, 1 point de pourcentage de plus qu'avant la crise. La chute du solde migratoire pendant la pandémie (-170 000 personnes selon les estimations de l'OBR) apparaît ainsi comme un facteur beaucoup moins important que la montée du taux d'inactivité pour expliquer les pénuries de main-d'œuvre dont souffrent les entreprises. En outre, la détérioration de l'inactivité a été plus importante que lors des crises précédentes. Au cours de la première année de la crise, le taux de participation a baissé de 1,2 point de pourcentage, par rapport à -0,7 pp lors de la récession des années 1990 et -0,2 pp lors de la période équivalente de la crise financière de 2008.

# FOCUS – PARTICIPATION AU MARCHÉ DU TRAVAIL

## LES RAISONS DE L'INACTIVITÉ

### Crise financière 2008-2009

Var. cum. depuis le début de crise  
**Variation du nombre d'inactifs 16-64 ans en fonction de la raison d'inactivité**

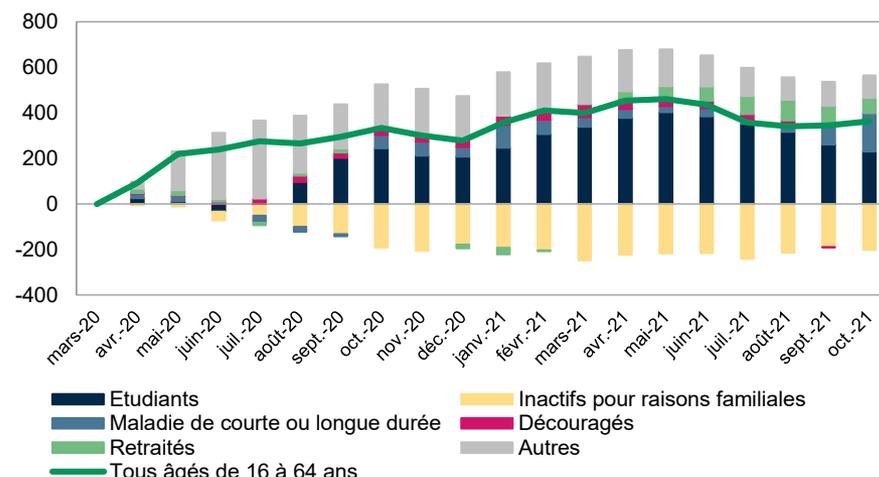


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Nous comparons les raisons actuelles de l'inactivité avec celles de la crise financière de 2008. Les données de l'ONS montrent que la hausse de l'inactivité pendant la crise financière de 2008 s'explique presque entièrement par les étudiants. Le nombre d'étudiants a également augmenté pendant la pandémie (dans une plus grande mesure encore), mais ce phénomène n'a pas été la seule cause de la hausse du taux d'inactivité. Deux autres facteurs sont en effet intervenus : l'inactivité due à la maladie (en raison de maladies de longue durée dans la grande majorité des cas) et l'inactivité pour « d'autres raisons ». L'ONS estime qu'en octobre 2021, 1,2 million de personnes (1,9% de la population) continuaient de souffrir de symptômes liés à des Covid longs, c'est-à-dire de symptômes persistant plus de quatre semaines après la première infection supposée. En ce qui concerne les personnes s'étant

### Crise liée à la pandémie de Covid-19

Var. cum. depuis le début de crise  
**Variation du nombre d'inactifs 16-64 ans en fonction de la raison d'inactivité**



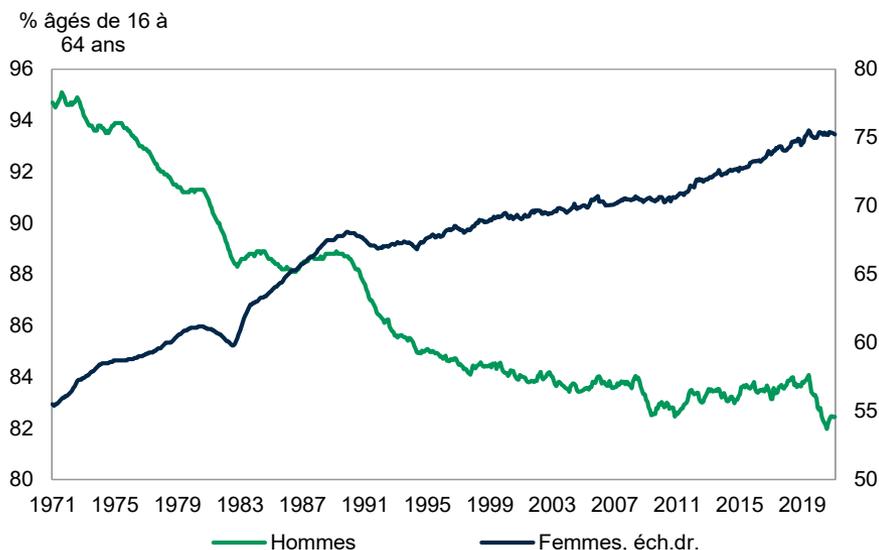
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

déclarées inactives pour « d'autres raisons », elles comprennent probablement – entre autres – des personnes ne voulant pas travailler par crainte d'attraper le virus. En revanche, une différence par rapport à la crise de 2008 constitue une forte baisse du nombre de personnes inactives pour raison familiale. Une analyse de la *Resolution Foundation* apporte quelques explications intéressantes. Elle montre que la participation au marché du travail des femmes de moins de 40 ans, en particulier celles qui ont des enfants, a augmenté pendant la pandémie, en partie grâce au recours accru au télétravail. Au total, la participation des femmes au marché du travail a augmenté pendant la pandémie, alors qu'elle a diminué chez les hommes, prolongeant ainsi la tendance, observée avant la crise, d'une augmentation de la participation des femmes au marché du travail.

# FOCUS – PARTICIPATION AU MARCHÉ DU TRAVAIL

## PARTICIPATION AU MARCHÉ DU TRAVAIL EN FONCTION DU SEXE ET DU GROUPE D'ÂGE

### Le taux d'activité des hommes a diminué pendant la pandémie, contrairement à celui des femmes

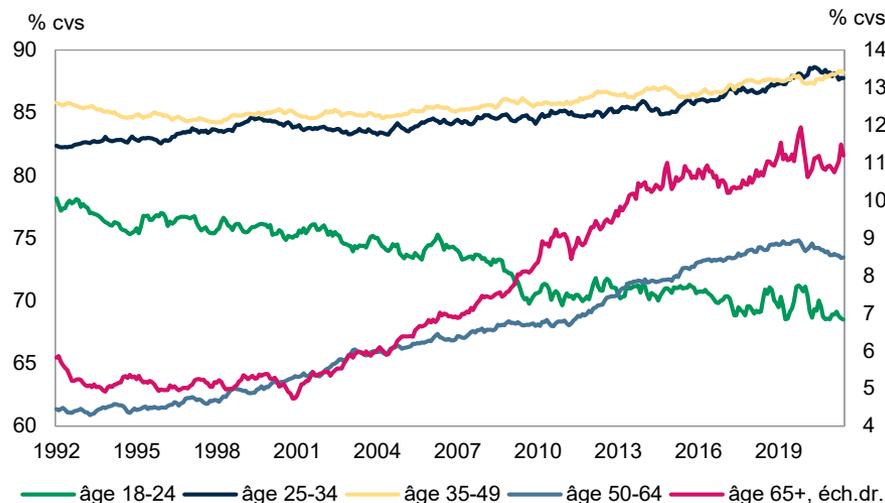


Source : ONS

La baisse du taux de participation pendant la crise du Covid-19 a été plus forte chez les plus jeunes (16-24 ans) et chez les plus âgés (50 ans et +). La baisse du taux de participation chez les jeunes est un phénomène commun aux crises passées. Mais il a été aggravé lors du Covid-19 par la fermeture de secteurs comme l'hôtellerie et le commerce de détail, bon nombre d'étudiants se voyant dans l'impossibilité de travailler tout en étudiant. À l'inverse, la baisse du taux de participation chez les plus âgés au cours de la crise du Covid-19 est inhabituelle : leur participation avait en effet augmenté après la crise financière. L'impact de la crise actuelle a été plus particulièrement marqué pour l'emploi des femmes âgées par rapport aux récessions précédentes.

Un redressement complet du taux de participation est très incertain. Les avis sur l'évolution la plus probable divergent d'une institution à l'autre. L'activité des étudiants devrait se rétablir avec la réouverture de l'économie, mais une

### Les plus jeunes et les plus âgés ont connu les plus fortes baisses du taux de participation



Source : ONS

évolution similaire est moins certaine pour les âgés de plus de 50 ans. Leur taux de participation pourrait rester faible de manière permanente (ce qui est le point de vue de l'OBR), ou il pourrait à l'inverse se redresser si (et quand) la perception des risques liés au virus s'améliore de manière significative (ce qui est le point de vue de la BoE). Une augmentation du taux de participation des plus de 50 ans nous semble probable, mais elle devrait être progressive : il faut généralement plus de temps aux personnes âgées pour trouver un emploi, et souvent à un salaire inférieur, après avoir complètement quitté la population active.

Dans le même temps, la possibilité de travailler à domicile pourrait permettre à davantage de personnes ayant des responsabilités familiales de participer au marché du travail. La digitalisation devrait également continuer de favoriser les secteurs où le télétravail est possible.

# CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
24/01/2021	<a href="#">Chine – 2022, ou la lutte annoncée de la structure et de la conjoncture</a>	Chine
21/01/2022	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
21/01/2022	<a href="#">Le recyclage des métaux indispensable à la transformation de l'économie</a>	Sectoriel
20/01/2022	<a href="#">Afrique sub-saharienne – Une année 2022 riche en défis</a>	Afrique
20/01/2022	<a href="#">Les champions français de l'ordinateur quantique</a>	Sectoriel
20/01/2022	<a href="#">Italie – scénario 2021-2023 : garder le cap</a>	Italie
20/01/2022	<a href="#">Fintech Outlook T4 et Bilan 2021 – La célébration !</a>	Fintech, banque
19/01/2022	<a href="#">Brésil – L'optimisme (timidement)</a>	Amérique latine
18/01/2022	<a href="#">Zone euro – Conjoncture flash : normalisation des revenus des ménages et de la profitabilité des entreprises au T3 2021</a>	Zone euro
17/01/2022	<a href="#">Perspectives économiques 2022</a>	Monde
17/01/2022	<a href="#">Zone euro – Scénario 2022-2023 : un scénario résilient au choc d'offre et à la Covid-19 endémique</a>	Zone euro
14/01/2022	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
13/01/2022	<a href="#">Réindustrialisation ou comment sortir de la dépendance ?</a>	Monde
13/01/2022	<a href="#">Israël – Un environnement porteur et une économie performante malgré la crise</a>	Afrique et Moyen-Orient
11/01/2022	<a href="#">Pologne – Une nouvelle année qui sera encore marquée par l'inflation</a>	PECO
10/01/2022	<a href="#">Espagne – Scénario 2021-2023 : nouvel an, nouvelles incertitudes</a>	Espagne
10/01/2022	<a href="#">Royaume-Uni – Des révisions significatives du PIB par l'ONS nous conduisent à réajuster nos prévisions</a>	Royaume-Uni
07/01/2022	<a href="#">Monde - L'actualité de la semaine</a>	Monde
07/01/2022	<a href="#">Allemagne – Scénario 2021-2023 : les hivers se succèdent mais ne se ressemblent pas...</a>	Allemagne
07/01/2022	<a href="#">Kazakhstan – Où l'on se souvient du rôle stratégique de l'Asie centrale...</a>	Asie centrale
06/01/2022	<a href="#">France – Scénario 2021-2023 : malgré les incertitudes, la reprise se confirme</a>	France
05/01/2022	<a href="#">Marché immobilier de bureaux : impacts à venir du développement du télétravail</a>	Sectoriel

Slavena Nazarova

+33 1 43 23 21 40 

slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr



*Achévé de rédiger le 18 janvier 2022*



**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](mailto: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.