



ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2022-2023

CHOC SUR LES REVENUS RÉELS, RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE

Juillet 2022

Slavena NAZAROVA

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



SOMMAIRE

1

SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

2

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

3

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

CROISSANCE DE NOUVEAU REVUE À LA BAISSE

Nouvelle détérioration des perspectives d'inflation et de croissance

L'horizon s'assombrit : les nuages s'amoncellent. L'inflation tout d'abord. Elle devrait continuer d'augmenter (pour atteindre un pic de 11% en octobre, en raison notamment d'une nouvelle hausse de 40% des prix administrés de l'énergie). Les conditions financières et monétaires ensuite. Elles se sont significativement tendues, alors même que la Banque d'Angleterre (BoE) n'a pas fini de resserrer sa politique monétaire. La demande extérieure par ailleurs. Elle fléchit : nous avons révisé à la baisse nos prévisions de croissance en zone euro et aux États-Unis, destinations-clés des exportations britanniques. Le plan budgétaire enfin. Le gouvernement a annoncé au mois de mai un plan d'aide aux ménages à faibles revenus (pour un total de 15 milliards de livres sterling ou 0,6% du PIB) afin de soutenir leur pouvoir d'achat. Ce plan est susceptible d'apporter un soutien de 0,3 point de pourcentage à la croissance au cours des douze prochains mois (selon la BoE). Mais il devrait être insuffisant pour contrer les effets combinés des vents contraires cités ci-dessus. La conjonction de ces facteurs impose une révision à la baisse de nos prévisions de croissance (de 4% à 3,4% pour 2022 et de 1,2% à 0,9% pour 2023).

Volatilité à court terme liée au jubilé de reine

Le jubilé de la reine célébré en juin est susceptible de peser fortement sur les chiffres de croissance du deuxième trimestre, en raison d'un jour ouvré en moins au mois de juin (l'impact inverse sera visible au troisième trimestre). À titre d'illustration, l'ONS avait estimé à 0,3-0,4 point de pourcentage l'impact du jubilé de diamant sur le PIB du deuxième trimestre 2012, soulignant toutefois le degré d'incertitude entourant ces estimations. Pour sa part, la BoE estime à 0,25 point de pourcentage l'impact du jubilé de cette année sur la croissance trimestrielle. Notre scénario retient une contraction du PIB de 0,5% au deuxième trimestre, suivie d'un rebond technique de 0,4% au troisième trimestre.

Des facteurs de soutien à la consommation privée toujours présents

Avec un pouvoir d'achat prévu en forte baisse cette année (-2%, la plus importante depuis les années 50, selon l'OBR), les ménages devront puiser davantage dans l'épargne accumulée durant la crise pour soutenir leurs dépenses. Si le taux d'épargne (6,8% au premier trimestre 2022) est proche de son niveau d'avant-crise, l'excès d'épargne demeure considérable (environ 230 milliards de livres sterling, soit 9,6% du PIB). Une réserve à laquelle s'ajoute un marché du travail tendu : les difficultés de recrutement sur fond de faiblesse persistante de la population active sont propices aux revendications salariales. Les enquêtes de la BoE font état de renégociations salariales de 5% cette année, très au-delà de ce qui était observé avant la pandémie. Enfin, le plan d'aide du gouvernement au pouvoir d'achat des ménages entrera en vigueur au cours du second semestre de cette année et devrait permettre de compenser la prochaine hausse des prix de l'énergie à l'automne.

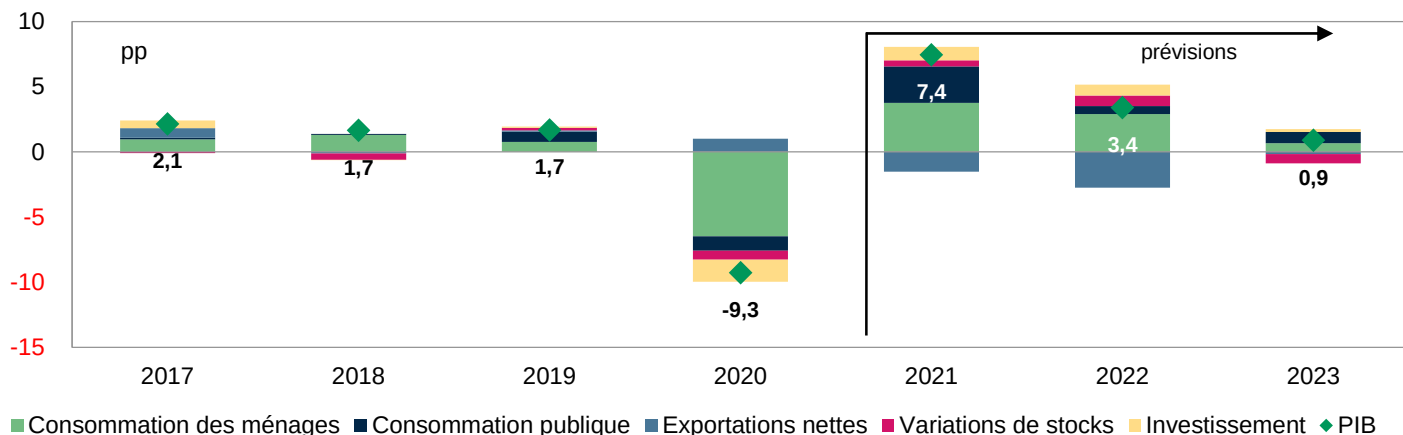
BoE : Le choix commode de la conditionnalité

Alors que les autres banques centrales de pays avancés accélèrent le rythme de leur resserrement monétaire, la BoE se distingue par une certaine prudence dans son action et une certaine ambiguïté de langage qui, sans lui être inhabituelle, risque d'être inappropriée, voire dangereuse, dans le contexte inflationniste actuel. Compte tenu de la situation du marché du travail et du risque de poursuite de la hausse des anticipations d'inflation, mais aussi de l'agressivité de la Fed et de ses implications pour le taux de change de la livre, le resserrement monétaire devrait se poursuivre. Nous avons ajouté trois hausses de taux de 25 points de base chacune à notre scénario central, conduisant le taux directeur à 2% en novembre.

SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

PRÉVISIONS : NOUVELLE RÉVISION À LA BAISSÉ DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE

Contributions à la croissance annuelle du PIB



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Royaume-Uni	variation moyenne annuelle, %			variation trimestrielle, %											
	2021	2022	2023	2021				2022				2023			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB (%)	7.4	3.4	0.9	-1.2	5.6	0.9	1.3	0.8	-0.5	0.4	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
consommation privée	6.2	4.8	1.1	-3.4	8.5	2.6	0.5	0.6	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
consommation publique	14.3	3.0	4.1	1.0	8.5	-0.6	1.5	-1.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
investissement	5.9	4.9	1.2	-0.9	1.7	0.4	1.1	3.8	-2.0	2.0	0.5	0.0	0.0	0.5	0.5
variations de stocks*	0.4	0.8	-0.7	-0.8	-0.8	1.0	-0.1	2.6	-2.8	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
exportations nettes*	-1.5	-2.7	-0.2	1.6	0.6	-2.4	1.7	-4.3	2.2	-0.5	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Taux de chômage	4.4	3.8	4.2	4.9	4.6	4.2	4.0	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2
Inflation (CPI, a/a%)	2.6	9.0	6.4	0.6	2.1	2.8	4.9	6.2	9.2	9.8	10.9	10.2	6.9	5.7	3.0
CPI sous-jacent (a/a%)	2.4	6.1	5.0	1.1	1.9	2.6	3.9	5.1	6.0	6.5	7.0	6.6	5.8	4.6	3.1
Compte courant (% PIB)	-2.6	-5.6	-5.8	-2.2	-2.0	-4.9	-1.2	-8.3	na	na	na	na	na	na	na
Déficit public (% PIB)	-8.3	-4.5	-2.7	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Dette publique (% PIB)	102.8	100.9	101.2	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Taux directeur**	0.25	2.00	2.00	0.1	0.1	0.1	0.25	0.75	1.25	1.75	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

* Contributions à la croissance du PIB

** Fin de période

Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole SA / ECO

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

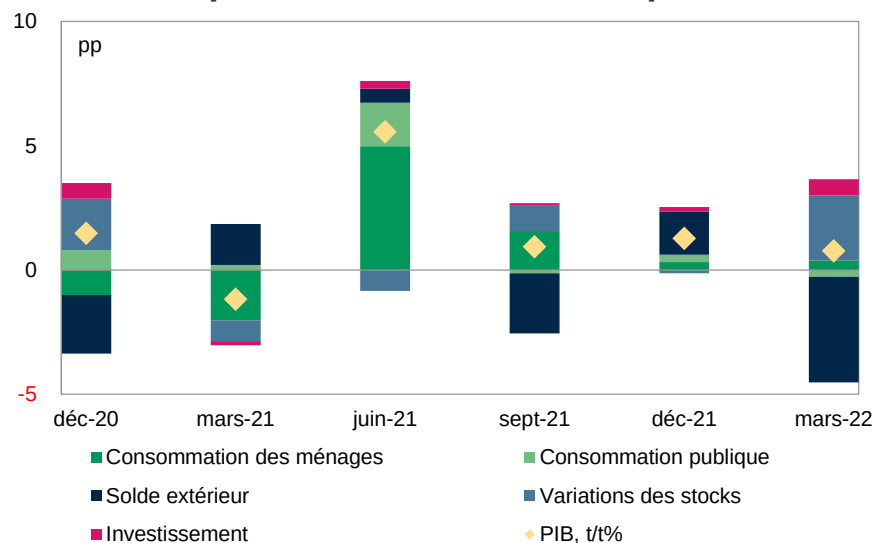
2 | DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

3 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

LA CROISSANCE DU PIB AU T1-2022 A ÉTÉ SOUTENUE PAR LES VARIATIONS DE STOCKS

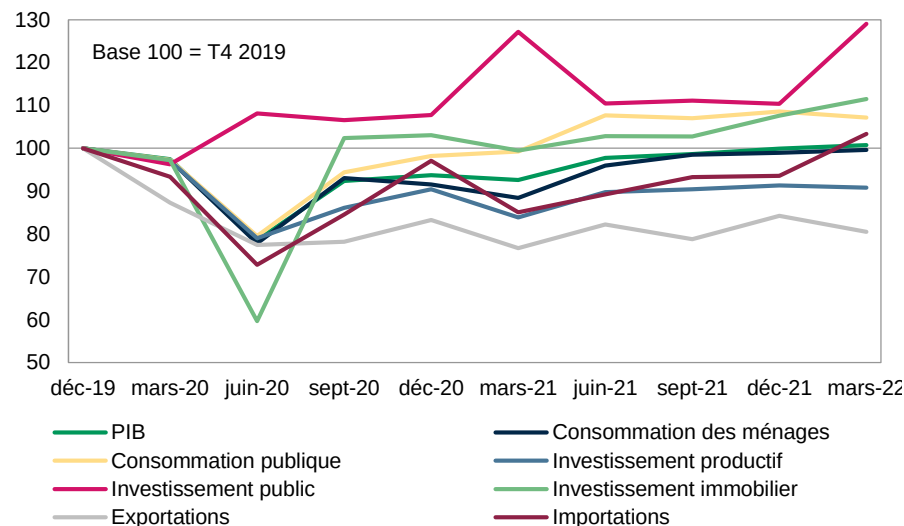
Croissance trimestrielle du PIB : décomposition en termes de dépenses



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'activité a continué de croître au T1-2022 avec un rebond de 0,8% sur le trimestre du PIB réel (après +1,3% au T4-2021). Le PIB se situe 0,7% au-dessus de son niveau d'avant-Covid. Cette relativement bonne performance a été surtout concentrée au mois de janvier, lorsque le PIB a crû de 0,7% avant de se stabiliser globalement en février et mars. **Elle est, dans une large mesure, le produit d'un fort restockage** (en particulier dans les secteurs de vente au détail et du commerce de gros), les variations de stocks ayant contribué pour 2,6 points de pourcentage à la croissance trimestrielle. La formation brute de capital fixe a également contribué positivement, pour 0,7 point de pourcentage, essentiellement grâce à l'investissement

La consommation privée vient tout juste de retrouver son niveau pré-Covid



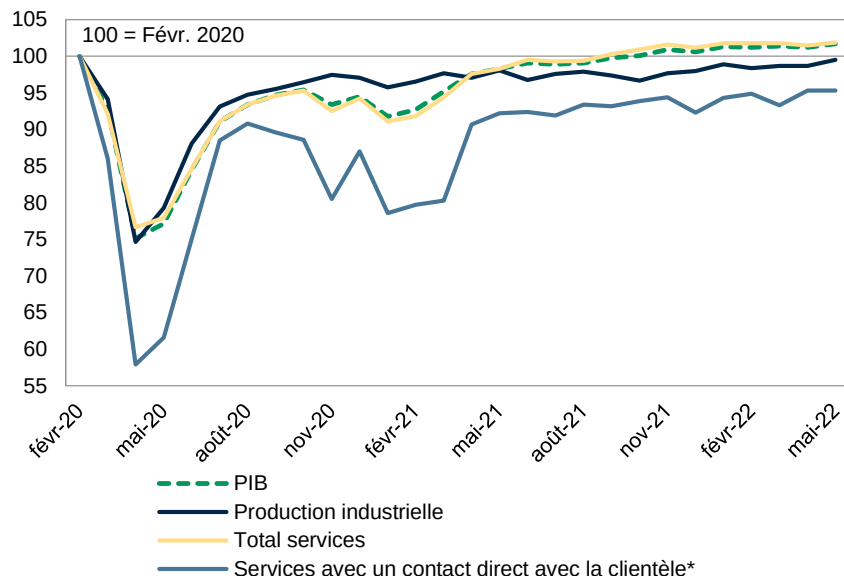
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

public qui a rebondi de 16,9% sur le trimestre. **L'investissement productif s'est en revanche replié sur le trimestre (-0,6%) et reste plus de 9% en dessous de son niveau d'avant-crise.** La consommation des ménages a crû de 0,6% sur le trimestre et a contribué pour 0,4 point de pourcentage à la croissance, tirée par des hausses de dépenses dans les restaurants et les hôtels, la communication, les loisirs, le textile. Du côté des contributions négatives, on retrouve le commerce extérieur qui soustrait 4,3 points de pourcentage à la croissance, en raison d'une baisse des exportations (-4,4%) et d'une forte hausse des importations (+10,4%).

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

RALENTISSEMENT DE L'ACTIVITÉ

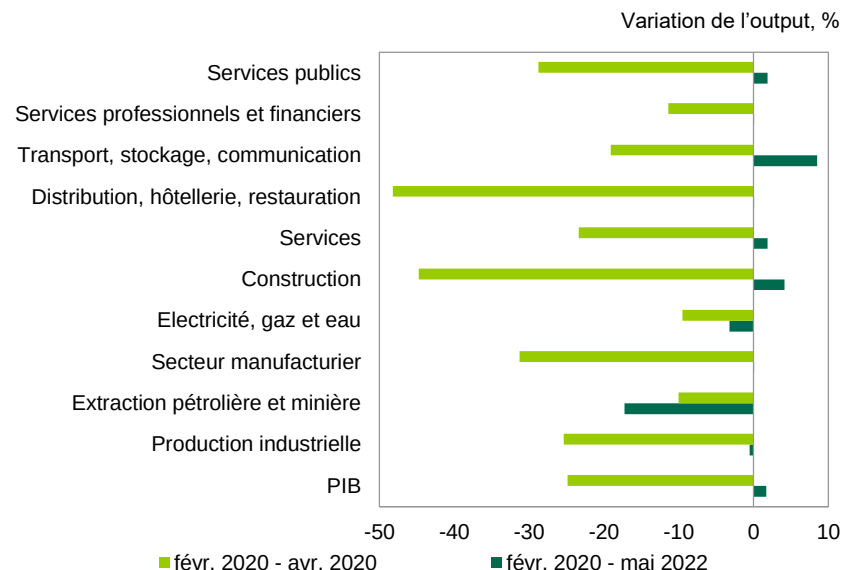
Évolution du PIB depuis la pandémie



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

Le PIB a augmenté de 0,5% au mois de mai (chiffre à prendre avec précaution en raison du changement des jours fériés lié au jubilé de la reine) et se situe 1,7% au-dessus de son niveau d'avant-Covid (février 2020). L'effet de rattrapage est donc largement derrière nous et on observe naturellement un essoufflement de l'activité. **En moyenne sur les trois mois à fin mai, le PIB a crû de 0,4%, contre le double en mars, un ralentissement en grande partie dû au secteur des services où la croissance a baissé à 0,1%, contre 0,6% en mars et 1,3% en janvier.** Une nette baisse de l'activité dans les services publics en lien avec le Covid (campagne de vaccination, tests et traçabilité des cas Covid) semble avoir contribué fortement à ce ralentissement. Dans le même temps, l'activité industrielle affiche une meilleure performance avec une croissance de 0,5% sur les trois

Récession de 2020 et rebonds sectoriels



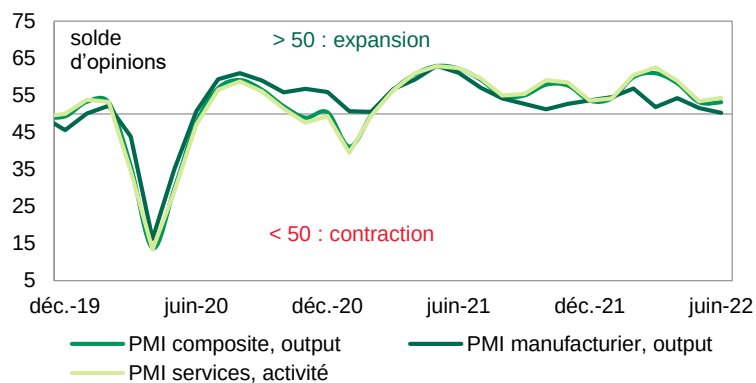
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

derniers mois à fin mai, quoiqu'également en net ralentissement (+1,2% sur les trois mois à fin mars). Ce ralentissement est surtout attribuable au secteur manufacturier, en hausse de 0,2% sur les trois mois à fin mai (en dépit d'un rebond marqué en mai de 1,4% sur le mois), contre +1,5% en mars et est vraisemblablement dû à un affaiblissement de la demande intérieure. En effet, les données des échanges extérieurs montrent une accélération des exportations de marchandises notamment vers l'UE (+15,3% sur les trois mois à fin mai), mais aussi non-UE (+9,2%). Enfin, le secteur de la construction continue de progresser fortement avec une croissance de 3% sur les trois derniers mois à fin mai, en accélération par rapport au mois de mars (+2,2%).

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

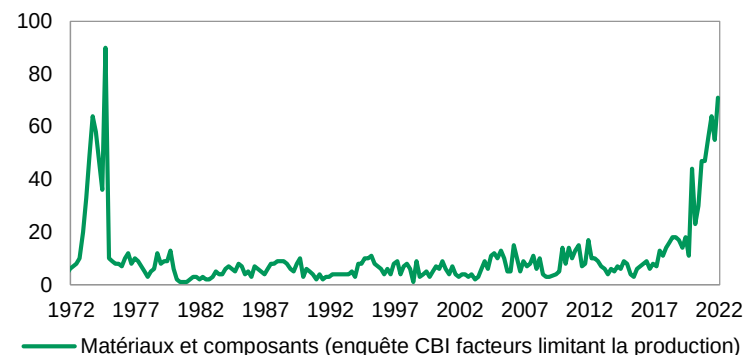
ENQUÊTES AUPRÈS DES ENTREPRISES : LES CONTRAINTES D'OFFRE S'AGGRAVENT

Enquêtes PMI : l'industrie ralentit, les services accélèrent



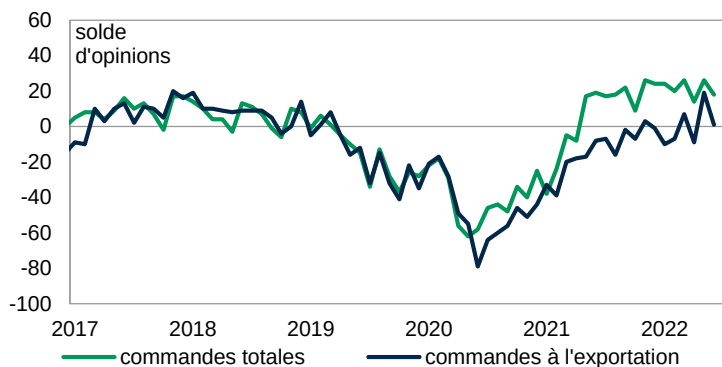
Sources : IHS Markit, Crédit Agricole SA / ECO

Facteurs limitant la production : pénuries records de matériaux et de composants



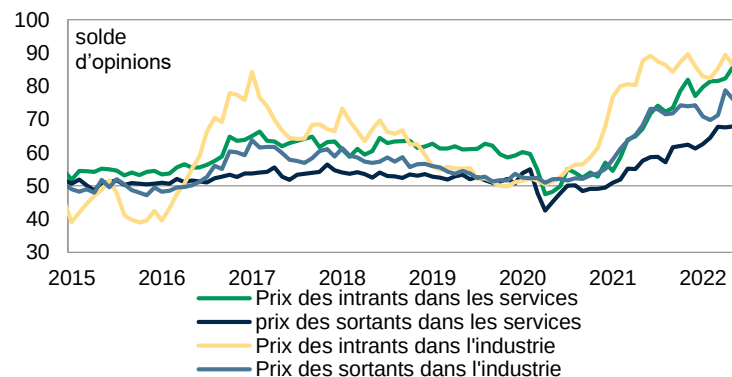
Sources : CBI, Crédit Agricole SA / ECO

Les carnets de commandes se stabilisent à des niveaux élevés



Sources : CBI, Crédit Agricole SA / ECO

Composantes « prix » des indices PMI : le pic semble atteint dans l'industrie

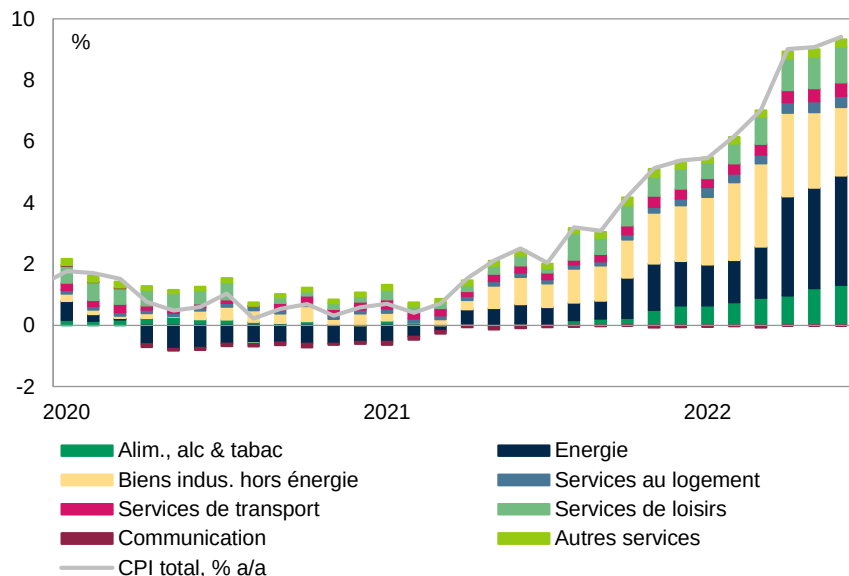


Sources : IHS Markit, Crédit Agricole SA / ECO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

L'INFLATION CONTINUE DE MONTER, TIRÉE PAR LES PRIX D'ÉNERGIE ET DE L'ALIMENTAIRE

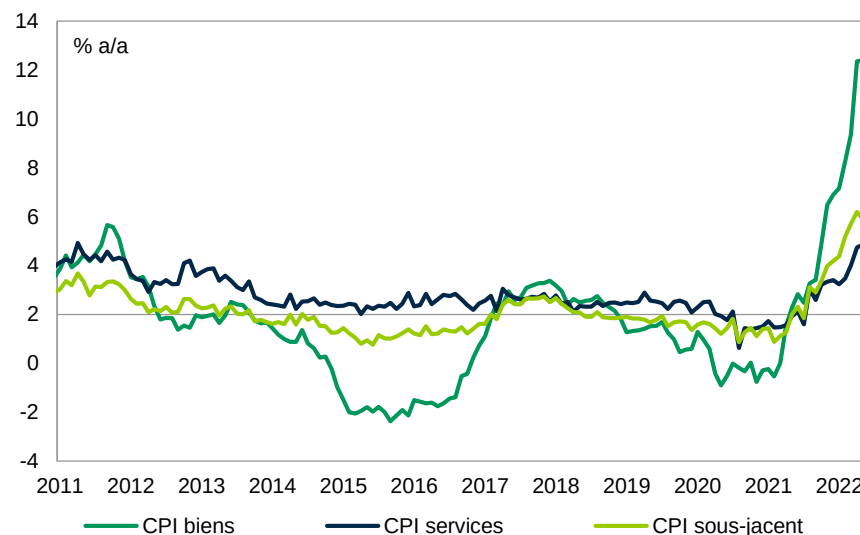
L'inflation CPI a atteint 9,4% sur un an en juin



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'indice CPI a augmenté de 9,4% sur un an au mois de juin, après 9,1% en mai, une accélération due à l'énergie et aux prix des produits alimentaires. En effet, l'inflation énergie marque une nouvelle hausse record à 57,3% (après 52,8% en mai), tandis que les prix des produits alimentaires accélèrent de manière significative à 8,2% (après 7,5% en mai). La hausse des prix de l'énergie se reflète, d'une part, dans les services au logement (électricité, gaz et autres fiouls) où l'inflation atteint 19,6%, et dans le transport, d'autre part, avec une inflation à 14,9% (en raison des prix de l'essence), tous les deux présentant des records historiques depuis le début des séries en 1997. L'inflation sous-jacente (CPI hors énergie, alimentation, tabac et

L'inflation sous-jacente marque deux mois consécutifs de modération



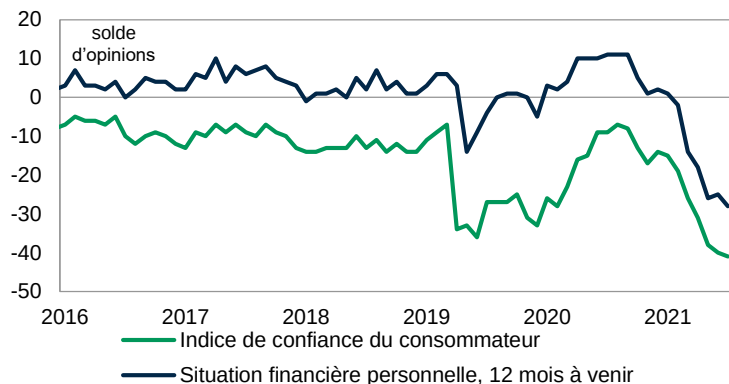
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

alcool) recule légèrement pour le deuxième mois consécutif à 5,8%, après avoir atteint 6,2% en avril. Cette modération est due essentiellement à une baisse du taux d'inflation des biens industriels hors énergie pour le deuxième mois consécutif à 6,5%, après 8% en avril. L'inflation dans les services, plus dépendante de la demande domestique que des facteurs globaux, continue de progresser, atteignant 5,2% après 4,9% en mai, une accélération touchant quasiment tous les secteurs. Dans les restaurants et l'hôtellerie, l'inflation est par ailleurs repartie à la hausse en juin à 8,5%, en partie en raison du rétablissement de la TVA à 20%.

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

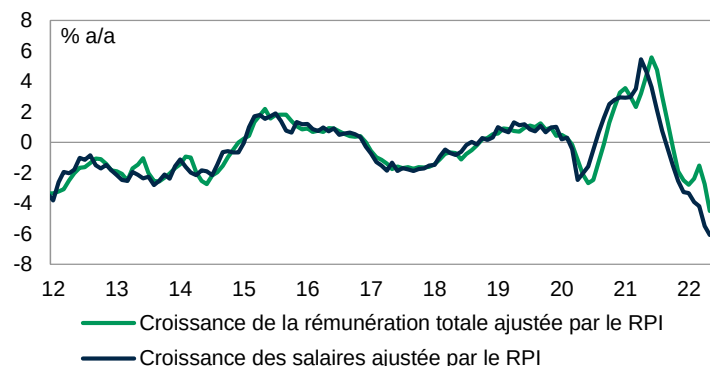
LA BAISSÉ DU POUVOIR D'ACHAT PLOMBE LE MORAL DES CONSOMMATEURS

La confiance du consommateur a atteint des plus bas records



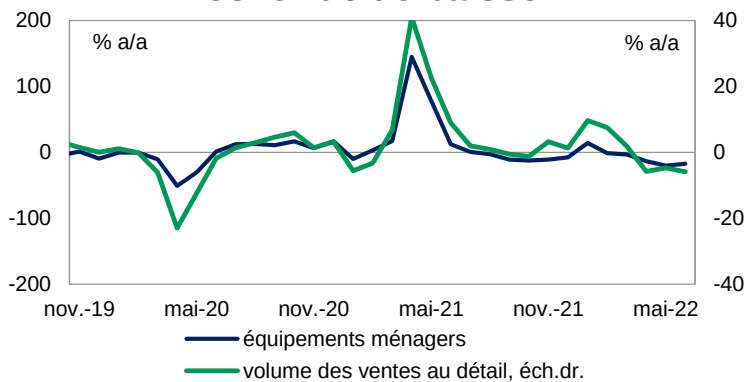
Sources : GfK, Crédit Agricole SA / ECO

La baisse des revenus réels s'est intensifiée sous la pression inflationniste



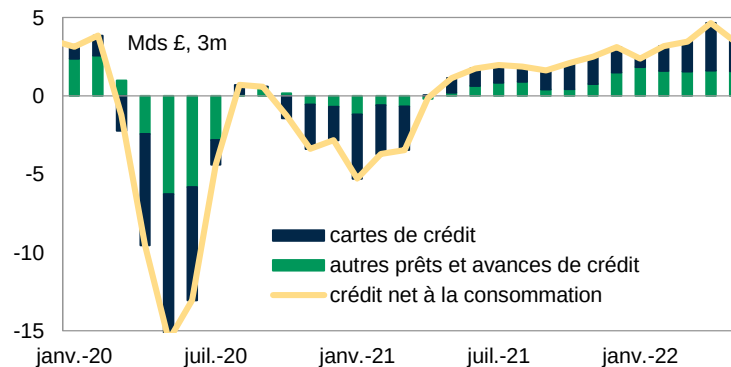
Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

Le volume des ventes au détail continue de baisser



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Les consommateurs ont recours au crédit pour soutenir leur consommation

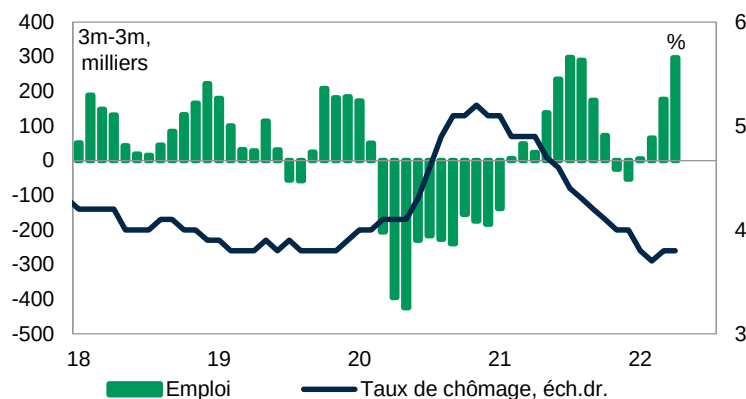


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

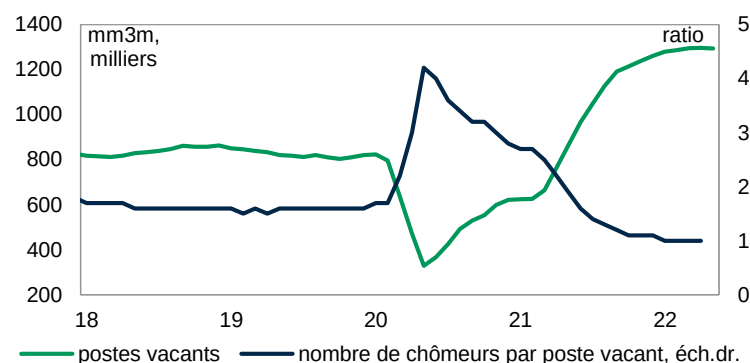
LE MARCHÉ DU TRAVAIL RESTE TRÈS TENDU

Le taux de chômage se stabilise à son niveau pré-crise



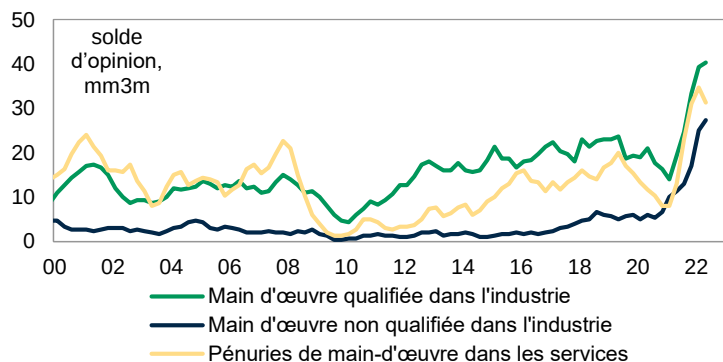
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le nombre de postes vacants reste à des niveaux records



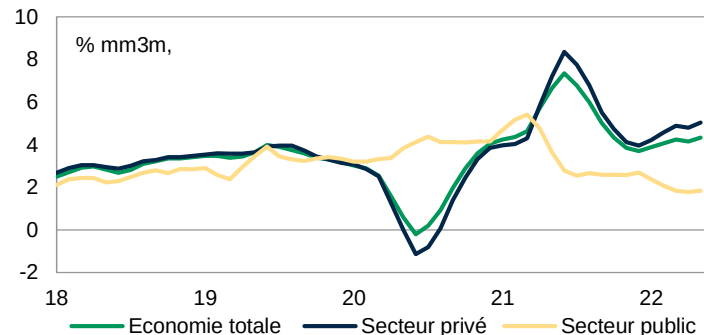
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Rareté de la main d'œuvre



Sources : CBI, Crédit Agricole SA / ECO

La croissance des salaires est repartie à la hausse dans le privé



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

3 | LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

NOUS ANTICIPONS UNE CROISSANCE PROCHE DE ZÉRO SUR LE RESTE DE L'ANNÉE AVEC UNE FORTE VOLATILITÉ

La hausse du coût de la vie devrait provoquer un ralentissement de la consommation des ménages. Nous anticipons une croissance de 4,8% en 2022 en moyenne annuelle (après 6,2% en 2021), suivie de 1,1% en 2023. Néanmoins, le coussin d'épargne constitué pendant la pandémie et les aides d'État au pouvoir d'achat annoncées au mois de mai devraient permettre à la consommation des ménages de résister.

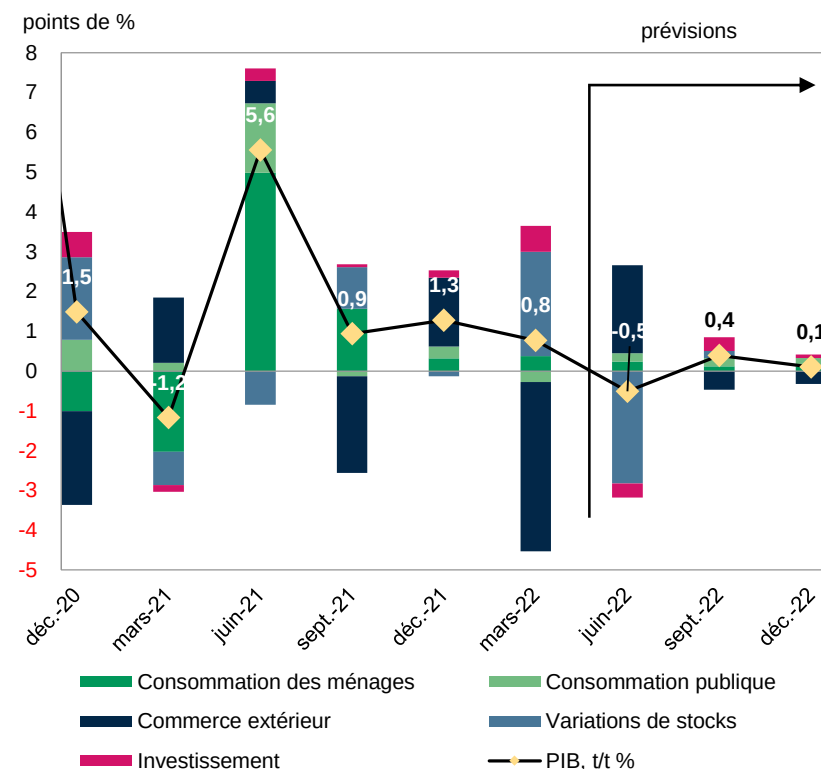
L'investissement productif devrait rester faible. La hausse des incertitudes, des coûts de production en hausse, le resserrement des conditions financières et monétaires, les pénuries de matériaux et de main-d'œuvre et le ralentissement de la demande domestique et mondiale devraient continuer de peser sur l'investissement des entreprises. En 2023, l'arrêt de la « *super deduction* » et la hausse de l'impôt sur les sociétés en avril devraient contrebalancer tout effet positif d'un probable arrêt du resserrement monétaire par la BoE et d'une éventuelle amélioration des tensions sur les coûts de production.

La commerce extérieur devrait continuer de contribuer négativement à la croissance en moyenne annuelle cette année et l'année prochaine en en raison d'une poursuite de la faiblesse des exportations.

Volatilité liée au « *jubilé de platine* » de la reine Elisabeth II (baisse du PIB au T2 en raison du jour férié supplémentaire, suivi par un rattrapage au T3). Pour le jubilé de diamant en 2012, l'ONS avait estimé l'impact à environ 0,3-0,4 point de pourcentage à la croissance du PIB du T2-2012. La fin de l'activité de test et de traçage du Covid devrait également peser sur la croissance du deuxième trimestre.

Le risque d'une récession n'est pas à écarter. Même si le Royaume-Uni est relativement peu exposé à la guerre en Ukraine, il est vulnérable via la hausse des cours de l'énergie et les perturbations des chaînes de production. Enfin, des resserrements monétaires trop agressifs pourraient provoquer une détérioration non souhaitée des conditions financières et une contraction plus forte de la demande.

Contributions à la croissance trimestrielle du PIB : décomposition par dépenses



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

L'INFLATION DEVRAIT ATTEINDRE 11% EN OCTOBRE

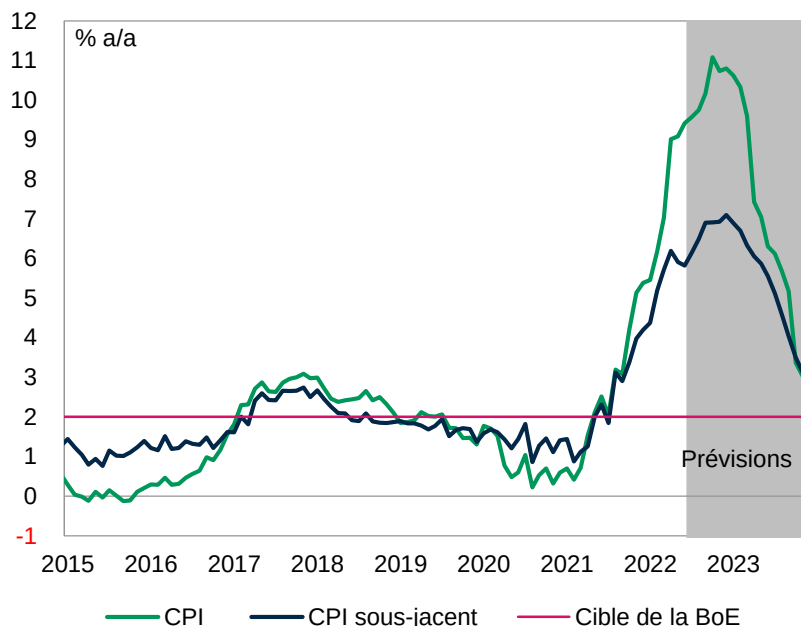
La forte envolée de l'inflation sur les douze derniers mois est due à la fois à des facteurs globaux et à des facteurs domestiques. Du côté des facteurs globaux, la hausse des prix de l'énergie, des biens industriels et plus récemment des biens alimentaires est une conséquence directe des chocs successifs de la pandémie et de la guerre en Ukraine. Du côté des facteurs domestiques, la situation tendue sur le marché du travail et le comportement de fixation des prix des entreprises a fait naître une boucle prix-salaires qui n'est pas observée ailleurs en Europe. Enfin, autre facteur spécifique, le *Brexit* demeure un facteur inflationniste du fait des barrières, déjà mises en place et à venir, aux échanges commerciaux avec l'UE et l'accès plus difficile à la main-d'œuvre européenne. Ces facteurs devraient rester de mise au moins à court terme et continuer d'exercer une influence haussière sur les prix.

Ainsi, l'inflation CPI devrait continuer d'augmenter pour atteindre un pic de 11% en octobre (6,9% pour l'inflation sous-jacente). La hausse en octobre reflète surtout le prochain changement des plafonds tarifaires de gaz et d'électricité par Ofgem, le régulateur britannique. Basée sur l'évolution des futures du gaz sur les six derniers mois à fin août, la révision des plafonds tarifaires pourrait être de l'ordre de +40%.

Pour 2023, nous continuons d'anticiper une nette modération de l'inflation en raison d'effets de base sur l'énergie redevenant favorables, d'une normalisation probable des tensions sur les chaînes de production et du ralentissement anticipé de la demande. Toutefois, l'inflation totale et sous-jacente resteront toutes deux supérieures à la cible de la BoE à l'horizon de notre prévision : à près de 3% au T4 2023 (soit 1 point de pourcentage au-dessus de notre prévision précédente).

En raison des incertitudes liées à la guerre en Ukraine et des tensions sur les cours des matières premières, les risques entourant les prévisions d'inflation demeurent orientés à la hausse. Les pressions inflationnistes domestiques pourraient également continuer de surprendre à la hausse, en raison de la persistance des difficultés de recrutement auxquelles les employeurs répondent par des rémunérations en hausse.

Inflation des prix à la consommation

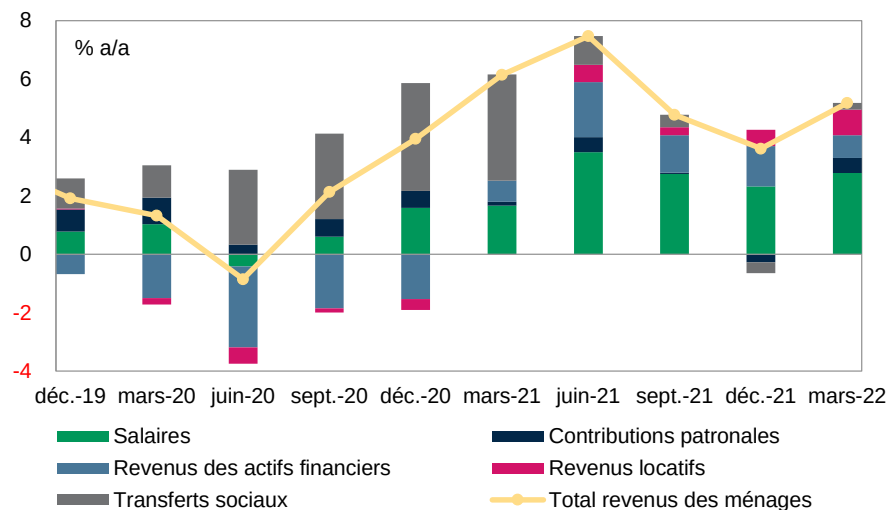


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

CONSOMMATION DES MÉNAGES : RÉSISTANCE GRÂCE AUX NOUVELLES AIDES D'ÉTAT

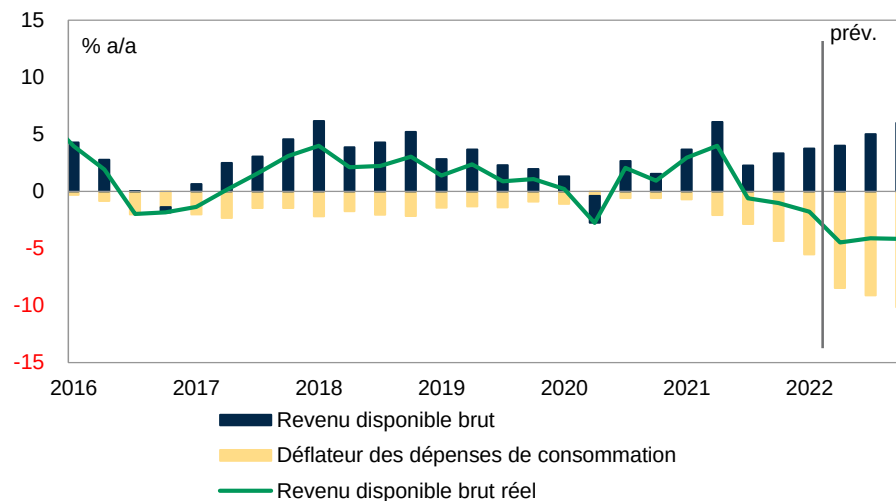
Les revenus des ménages seront soutenus par les salaires et par les aides d'État récemment annoncées



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le pouvoir d'achat s'est contracté au premier trimestre (-1,8% sur un an), sous l'effet d'une inflation dépassant largement la croissance du revenu disponible nominal. **Une stabilisation de l'évolution du pouvoir d'achat est probable à partir du troisième trimestre grâce aux aides d'État récemment annoncées.** L'ex-chancelier de l'Échiquier Rishi Sunak a annoncé, le 26 mai dernier, un plan de soutien de 15 milliards de livres sterling (0,6% du PIB) au pouvoir d'achat (*Cost of Living Support Package*), orienté vers les personnes à faibles revenus. Ce plan inclut des versements directs de 650 £ pour les ménages recevant des prestations sous condition de ressources, de 300 £ pour les retraités et de 150 £ aux personnes en invalidité. En outre, le programme de soutien aux factures d'énergie va offrir 200 £ supplémentaires aux ménages. Le gouvernement a

L'inflation conduira quand même à une baisse significative du pouvoir d'achat cette année



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

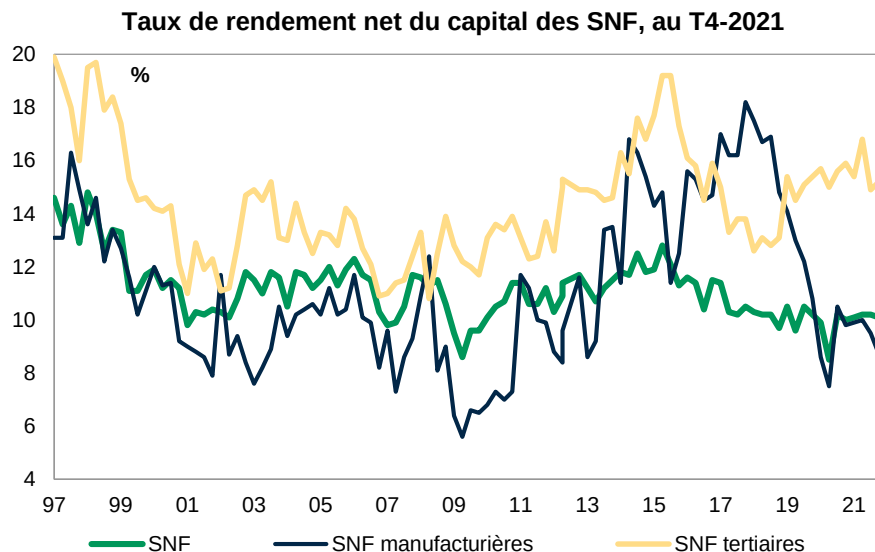
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

également annoncé que l'aide initiale de 200 £ n'aurait plus à être remboursée les années suivantes. Les mesures annoncées vont entrer vigueur au cours du second semestre de cette année, les versements supplémentaires aux ménages recevant des prestations sous condition de ressources commençant dès juillet. Selon la BoE, ces mesures devraient soutenir la croissance du PIB de 0,3 point de pourcentage au cours de l'année à venir et augmenter l'inflation de 0,1 point de pourcentage. L'excès d'épargne accumulé pendant la crise reste par ailleurs un facteur majeur de soutien à la consommation des ménages dans notre scénario. Le taux d'épargne s'est, quant à lui, stabilisé à 6,8% au premier trimestre 2022, légèrement au-dessus de son niveau d'avant-crise.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

SANTÉ FINANCIÈRE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES : LES DÉFIS DANS L'INDUSTRIE PÈSENT SUR LES MARGES

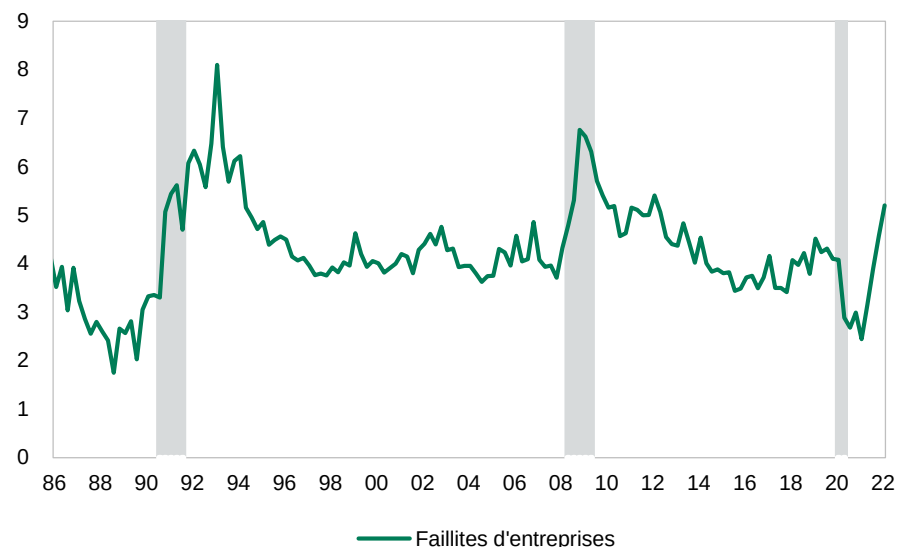
Profitabilité des SNF : stabilisation en 2021



Source : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Les données sur la santé financière des entreprises privées ne montrent pas de détérioration significative malgré le retrait des mesures de soutien public liées à la pandémie. Après avoir retrouvé son niveau du T4-2019, la profitabilité des SNF s'est stabilisée courant 2021. Toutefois, celle-ci reste détériorée dans le secteur manufacturier. En 2022, la combinaison du ralentissement anticipé de la consommation des ménages et de la hausse des coûts de production devrait inévitablement conduire à une détérioration de la profitabilité des entreprises. Le nombre de faillites a rebondi depuis le retrait des mesures de soutien pandémique du gouvernement.

Faillites d'entreprises en hausse



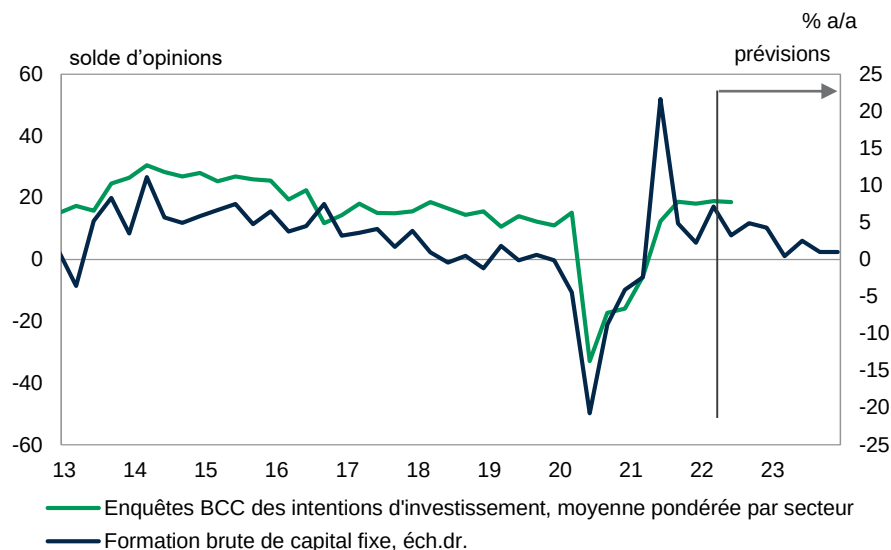
Source : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Au T1-2022 il a dépassé son niveau de fin 2019, mais demeure encore loin du pic observé lors de la crise financière de 2008. Le dispositif du gouvernement « *Bounce Back Loans* » protège les petites entreprises qui ont pu en grande partie emprunter à des taux fixes bas et le coût du service de la dette reste abordable, selon la BoE. Mais la hausse des taux d'intérêt en cours et à venir présente des risques pour les entreprises, en particulier pour les petites entreprises qui se financent auprès des banques. À cela s'ajoute la hausse programmée du taux d'imposition des entreprises en avril 2023 (de 19% actuellement à 25%).

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

INVESTISSEMENT : PERSPECTIVES TOUJOURS MOROSES

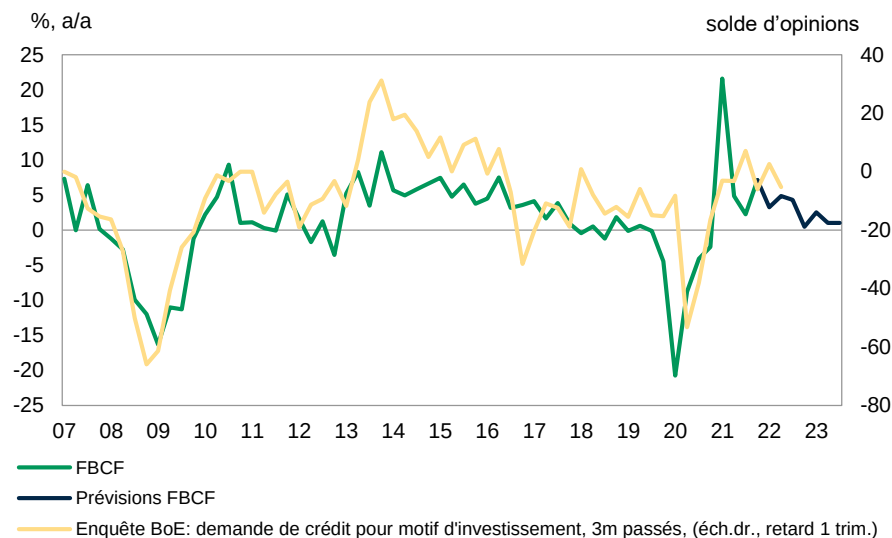
Les intentions d'investissement sont stables au T2-2022



Sources : BCC, ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Au T2-2022, les enquêtes sur les intentions d'investissement se sont stabilisées à des niveaux relativement élevés. Mais, à l'avenir, le resserrement des conditions financières et monétaires et le ralentissement anticipé de la demande domestique et mondiale devraient finir par peser sur les projets d'investissement. L'enquête de la BoE sur les conditions de crédit du T2-2022 montre que la demande de crédit pour motif d'investissement a baissé au T2-2022 et qu'une nouvelle légère détérioration était attendue pour le T3. En 2023, l'arrêt de la « *super deduction* » introduite en avril 2021 pour deux ans (offrant des aides à hauteur de 130% des achats d'équipements aux entreprises) et la hausse de l'impôt sur les sociétés en avril prochain (de 19% actuellement à 25%) devraient contrebalancer tout effet positif d'un probable arrêt du resserrement monétaire par la BoE et d'une éventuelle amélioration des tensions sur les coûts de production. Des baisses des

Formation de capital fixe et demande de crédit pour motif d'investissement



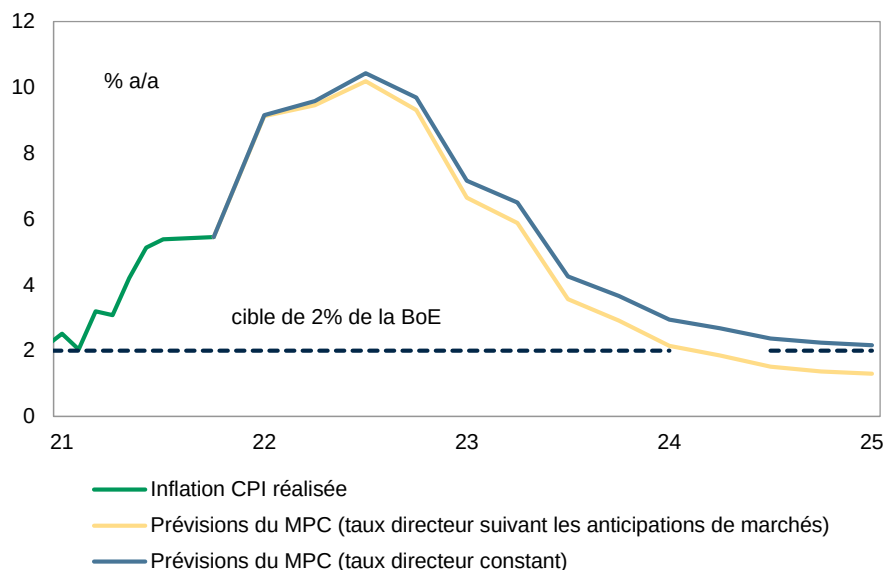
Sources : ONS, BoE Credit Conditions Survey, Crédit Agricole SA / ECO

taxes aux entreprises pourraient voir le jour en automne, mais leurs contours restent incertains. L'ex-chancelier de l'Échiquier, Rishi Sunak, avait promis de nouvelles aides aux entreprises pour le budget d'automne, sans toutefois envisager une annulation de la hausse de l'impôt sur les sociétés et le chancelier qui lui a succédé (Nadhim Zahawi) a confirmé ces intentions. L'orientation de la politique budgétaire va aussi dépendre en grande partie du prochain Premier ministre. Rishi Sunak et Liz Truss sont actuellement en lice dans la phase finale de la course au *leadership*, et madame Truss est favorable à une annulation de la hausse de l'impôt sur les sociétés. Dans tous les cas, l'efficacité de toute mesure pour relancer l'investissement devrait dépendre surtout du degré d'incertitude entourant les perspectives de demande.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

POLITIQUE MONÉTAIRE : VERS UN TAUX DIRECTEUR À 2% À L'AUTOMNE

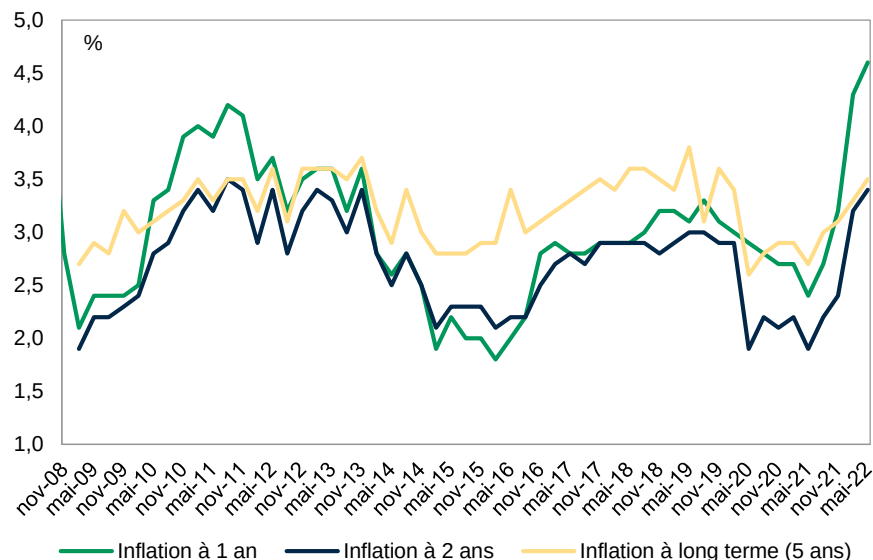
Prévisions d'inflation CPI de la BoE



Sources : BoE Monetary policy reports, Crédit Agricole SA / ECO

Depuis le début de son cycle de resserrement, en dépit d'un démarrage précoce (décembre 2021, contre mars 2022 pour la Fed), la BoE a effectué au total 115 pdb de hausse, en procédant à des relèvements unitaires de 25 pdb, contrastant avec l'agressivité de la Fed. Le gouverneur de la BoE, Andrew Bailey, a justifié ce rythme relativement progressif de resserrement par l'arbitrage entre inflation élevée et ralentissement économique. La BoE anticipe que si le taux directeur suit les anticipations de taux agressives du marché, l'inflation CPI devrait tomber sous sa cible de 2% à horizon des trois prochaines années. Selon nous, les conditions économiques justifient un tour de vis plus important. L'inflation britannique est plus élevée qu'aux États-Unis et prévue en hausse à plus de 11% à l'automne. Plus important, les conditions sur le marché du travail, déterminant clé des choix de

Anticipations d'inflation des ménages



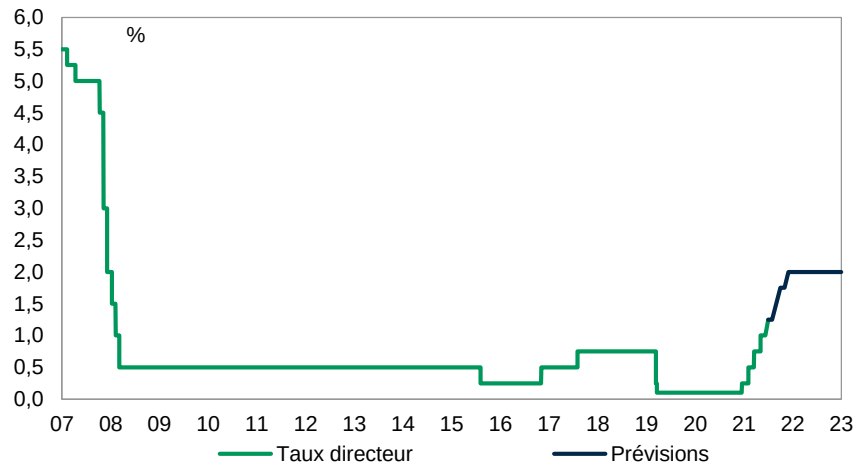
Sources : BoE/Ipsos Inflation Attitudes Survey, Crédit Agricole SA / ECO

politique monétaire, sont très tendues, sans signe d'allègement de ces tensions à très court terme : demande de main-d'œuvre record, persistance de difficultés de recrutement « sévères », négociations salariales dépassant 5%. **Notre scénario considère que, compte tenu de la situation du marché du travail et du risque de poursuite de la hausse des anticipations d'inflation, mais aussi de l'agressivité de la Fed et de ses implications pour le taux de change de la livre, le resserrement monétaire devrait se poursuivre. Nous avons ajouté trois hausses de taux de 25 points de base chacune à notre scénario central, conduisant le taux directeur à 2% en novembre, une prévision entourée de risques haussiers.**

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

POLITIQUE MONÉTAIRE : « AGIR AVEC FORCE SI NÉCESSAIRE »

Taux directeur : la porte est ouverte à une hausse de 50 pnb en août



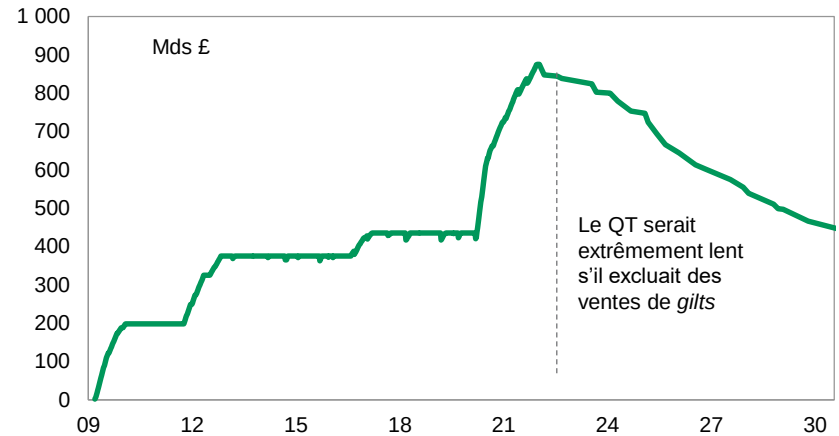
Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

Une hausse de taux de 50 points de base au mois d'août devient de plus en plus probable lors de la réunion de 5 août prochain, lorsque la BoE mettra à jour ses nouvelles prévisions d'inflation et de croissance. En juin, la BoE a opéré deux changements notables de sa *forward guidance*, la rendant plus ambiguë.

1/ La fin de l'engagement de poursuivre le resserrement. La BoE a supprimé la phrase « un certain degré de resserrement supplémentaire pourrait continuer d'être approprié dans les prochains mois » et a introduit une *forward guidance* moins explicite qui conditionne « l'ampleur, le rythme et le calendrier de toute hausse de taux future » aux perspectives économiques et aux pressions inflationnistes.

2/ La détermination face à l'inflation. La BoE s'est dite « particulièrement vigilante » vis-à-vis de toute indication de **persistance des pressions inflationnistes** (notamment dans les comportements de

La BoE va accélérer son *quantitative tightening* (QT) via des ventes de titres d'État



Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

fixation des prix et des salaires) et a déclaré qu'elle agirait « avec force si nécessaire ».

En août, la BoE publiera également son plan de réduction de son stock de titres d'État (s'élevant à 844 Mds £ aujourd'hui). Il devrait être réduit de l'ordre de 50 à 100 Mds £ au cours de la première année (selon le gouverneur A. Bailey), moyennant des ventes de titres et des remboursements de *gilts*. En effet, sans ventes de titres, le rythme de réduction serait trop lent avec seulement 41,3 Mds £ de *gilts* arrivant à échéance entre septembre 2022 et septembre 2023.

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
27/07/2022	Italie – Scénario 2022-2023 : la crise énergétique chapitre 2	Italie
26/07/2022	Italie – Politique : la fin d'un miracle ou comment la politique a eu raison de Mario Draghi	Italie
22/07/2022	La décarbonation du ciment : l'indispensable début d'une grande aventure	Sectoriel
21/07/2022	La deeptech à la rencontre de son destin	Sectoriel
19/07/2022	Zone euro – Scénario 2022-2023 : La bataille entre résilience et adversité pointe vers une victoire de la dernière	Zone euro
18/07/2022	Espagne – Scénario 2022-2023 : les ménages cèdent face à l'inflation	Espagne
18/07/2022	Allemagne – Se préparer à un arrêt des flux gaziers russes ?	Allemagne
18/07/2022	Avenir de l'Europe – L'autonomie stratégique ouverte - Webconférence	Europe
18/07/2022	L'OBSERVATOIRE financier des entreprises agroalimentaires	Métier du grain
13/07/2022	Gaz naturel – Malgré de gros efforts d'adaptation de son réseau gazier, l'Europe reste otage de la Russie	Energies renouvelables
13/07/2022	Allemagne – Scénario 2022-2023 : de la pénurie au rationnement...	Allemagne
12/07/2022	Ce que les Ukrainiens nous apprennent de nous-mêmes	Ukraine/Monde
12/07/2022	Espagne – Le marché du travail espagnol : changement de cap	Espagne
12/07/2022	France – Scénario 2022-2023 : de puissants freins à la croissance	France
11/07/2022	Fintech Outlook S1 2022 – L'heure des soldes	Banque, fintech
08/07/2022	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
07/07/2022	Hong Kong – Sous les yeux de Xi Jinping	Asie
06/07/2022	Moyen-Orient et Afrique du Nord – Forte hausse de l'inflation, très menaçante dans certains pays	MENA
05/07/2022	Espagne – 9 milliards d'euros supplémentaires pour lutter contre l'inflation	Espagne
05/07/2022	France – Immobilier résidentiel : un marché dynamique en 2021, tassement en 2022	France
04/07/2022	Zone euro – Face au rapprochement de la menace, l'UE accélère REpowerEU	Union européenne

Slavena Nazarova

+33 1 43 23 21 40 ☎

slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr



Achévé de rédiger le 26 juillet 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 :** Alexis Mayer

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.