



Slavena NAZAROVA

ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2023-2024

LA RÉCESSION ÉVITÉE, L'INFLATION PERSISTE

Avril 2023

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

SOMMAIRE

1 | SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

3 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

LA BAISSÉ DES PRIX DE L'ÉNERGIE AMÉLIORE LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE À COURT TERME

Après avoir évité de justesse une récession au quatrième trimestre 2022, l'économie britannique a connu un début d'année encourageant. Le PIB a en effet augmenté en janvier et les enquêtes PMI ont fortement rebondi en février et mars. L'amélioration de la confiance des entreprises semble liée à la baisse des prix de l'énergie et à un rebond de la demande. De plus, les goulets d'étranglement et les pénuries de matériaux semblent s'être résorbés, renforçant la confiance des entreprises industrielles. Le marché du travail, toujours tendu, montre des signes d'assouplissement, toutefois encore trop timides pour dissiper les craintes de la BoE quant aux risques de persistance de l'inflation. Le taux de postes à pourvoir continue de baisser depuis des records historiques et le taux de chômage augmente légèrement à un niveau toujours très bas de 3,8% sur les trois mois à fin février. Toutefois, la progression des salaires reste trop élevée, à 6,9% dans le secteur privé.

Autre élément positif pour les perspectives à court terme : l'assouplissement de la politique budgétaire annoncé par le gouvernement dans son budget de mars. Cela a été rendu possible par un déficit public plus faible que prévu pour l'exercice en cours et par des révisions à la hausse des prévisions économiques de l'OBR, qui ont entraîné une baisse des prévisions de besoins de financement pour les cinq prochaines années (avant les nouvelles mesures annoncées en mars), désormais inférieures de 25 milliards de livres sterling en moyenne par an à ce qui avait été estimé en novembre. Le chancelier a décidé d'utiliser l'essentiel de cette marge de manœuvre, soit 20 milliards de livres par an pendant les trois prochaines années (soit 0,8% du PIB de 2022), pour donner un petit « coup de pouce » à la fois à l'offre et à la demande. La prolongation de la garantie des prix de l'énergie à 2 500 livres (facture annuelle pour un ménage-type) pour trois mois supplémentaires, jusqu'à la fin du mois de juin, constitue une mesure-clé.

Cela signifie que les factures d'énergie des ménages resteront stables au deuxième trimestre, au lieu d'augmenter de 20% comme elles l'auraient fait avec une garantie de 3 000 livres. Cette mesure va se traduire par une trajectoire d'inflation plus faible que cela n'était prévu avant le budget (de -0,7 point de pourcentage, selon nos estimations). L'inflation est prévue en baisse à 3,7% sur un an au T4 2023 et à 1,1% au T4 2024, avec un repli vers la cible de 2% de la BoE au T2 2024.

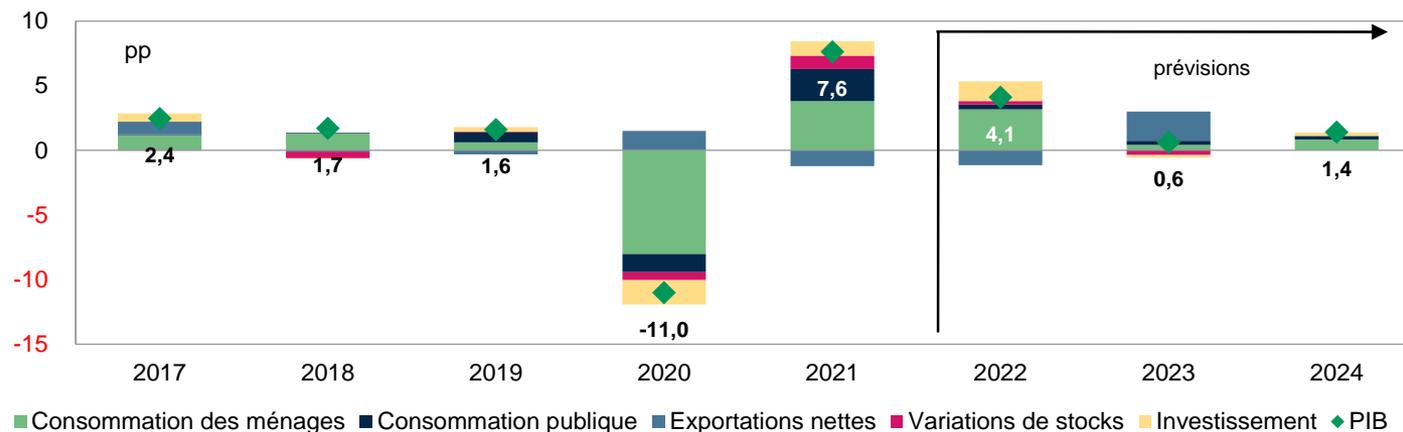
L'objectif de la politique budgétaire reste de consolider les finances publiques au cours des prochaines années : l'impulsion budgétaire (mesurée par la variation du déficit structurel primaire) sera de -1,1 point de PIB pour l'exercice 2023-2024 (contre -2,5 points prévus en novembre) et sera de -1,5 point pour l'exercice 2024-2025 (ampleur inchangée). L'augmentation confirmée du taux de l'impôt sur les sociétés de 19% à 25% à partir du mois d'avril ainsi que le gel des seuils de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, annoncé précédemment, sont deux éléments essentiels du resserrement budgétaire.

Les perspectives à court terme de l'économie britannique semblent donc effectivement plus favorables qu'il y a trois mois, mais les obstacles à la croissance restent importants. La crise du coût de la vie est loin d'être terminée, l'inflation étant désormais dopée par l'augmentation des prix de l'alimentation. Le resserrement de la politique monétaire n'a pas encore produit tous ses effets sur la croissance, *via* la hausse des taux d'intérêt et le resserrement des conditions de crédit. Les principaux risques pour la croissance sont les incertitudes liées à la crise géopolitique (avec notamment le risque de nouvelles tensions sur les prix de l'énergie) et l'impact sur la croissance, mais aussi sur la stabilité financière de l'important resserrement de la politique monétaire au Royaume-Uni et à l'étranger.

SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

PRÉVISIONS

Contributions à la croissance annuelle du PIB



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Royaume-Uni	variation moyenne annuelle, %			variation trimestrielle, %											
	2022	2023	2024	2022				2023				2024			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB (%)	4.1	0.6	1.4	0.5	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.1	0.1	0.4	0.5	0.5	0.5
consommation privée	5.3	0.7	1.4	1.2	0.2	-0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
consommation publique	1.8	1.6	1.3	-0.4	-1.7	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
investissement	8.6	-1.1	1.3	8.6	-2.3	1.1	0.3	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	0.5	1.0	1.0	1.0
variations de stocks*	0.3	-0.4	0.0	1.2	-0.2	-2.1	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
exportations nettes*	-1.2	2.2	0.1	-4.8	1.3	4.2	-0.4	0.1	0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Taux de chômage	3.7	3.8	4.1	3.8	3.6	3.7	3.6	3.6	3.7	3.9	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
Inflation (CPI, a/a%)	9.1	6.9	1.8	6.2	9.2	10.0	10.7	10.2	7.7	6.0	3.9	3.0	1.8	1.4	1.1
CPI sous-jacent (a/a%)	5.9	5.3	2.1	5.1	6.0	6.3	6.4	6.1	5.9	5.1	4.3	3.3	2.2	1.6	1.2
Compte courant (% PIB)	-4.6	-2.6	-1.2	-7.7	-5.7	-3.1	-2.0	-	-	-	-	-	-	-	-
Déficit public (% PIB)	-5.4	-4.5	-3.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% PIB)	100.7	101.1	101.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux directeur**	3.5	4.5	3.75	0.75	1.25	2.25	3.50	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75

* Contributions à la croissance du PIB

** Fin de période

Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole SA / ECO

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

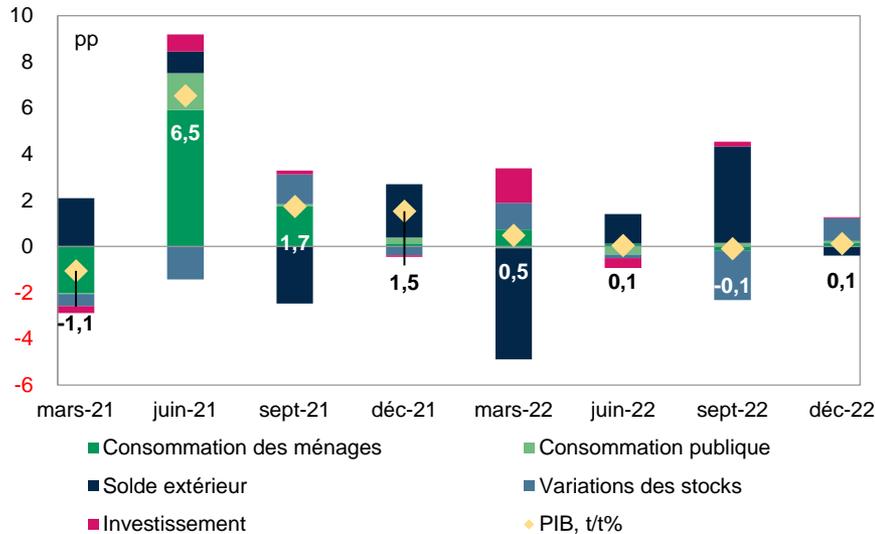
2 | DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

3 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

UNE CROISSANCE MOYENNE NULLE SUR LES TROIS DERNIERS TRIMESTRES DE 2022

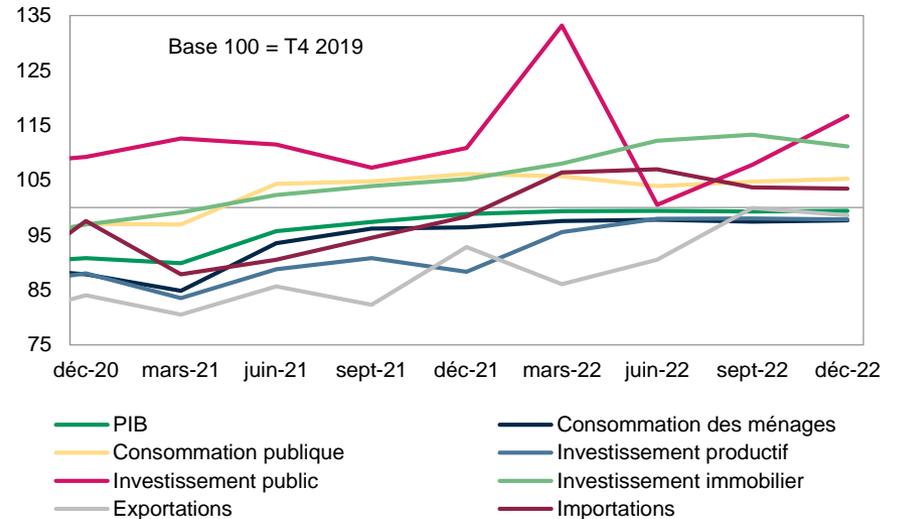
Croissance trimestrielle du PIB : décomposition en termes de dépenses



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le PIB a crû de 0,1% en variation trimestrielle au T4 2022, après une baisse de 0,1% au trimestre précédent (chiffre révisé à la hausse depuis -0,3% initialement). L'économie évite ainsi la récession technique (définie par au minimum deux trimestres consécutifs de contraction). Le PIB affiche une expansion de 4,1% en moyenne annuelle en 2022, après 7,6% en 2021. Néanmoins, il a peu crû au cours de l'année passée, avec une hausse de seulement 0,6% entre le T4 2021 et le T4 2022. **Au T4, le PIB demeure de 0,6% inférieur à son niveau pré-Covid**, ce qui représente la pire performance du G7 depuis la pandémie. En termes de production, le secteur des services affiche une croissance à peine positive sur le trimestre (+0,1%), le secteur de la construction croît de 1,3% tandis que la production industrielle a été stable.

La consommation privée et l'investissement productif restent déprimés



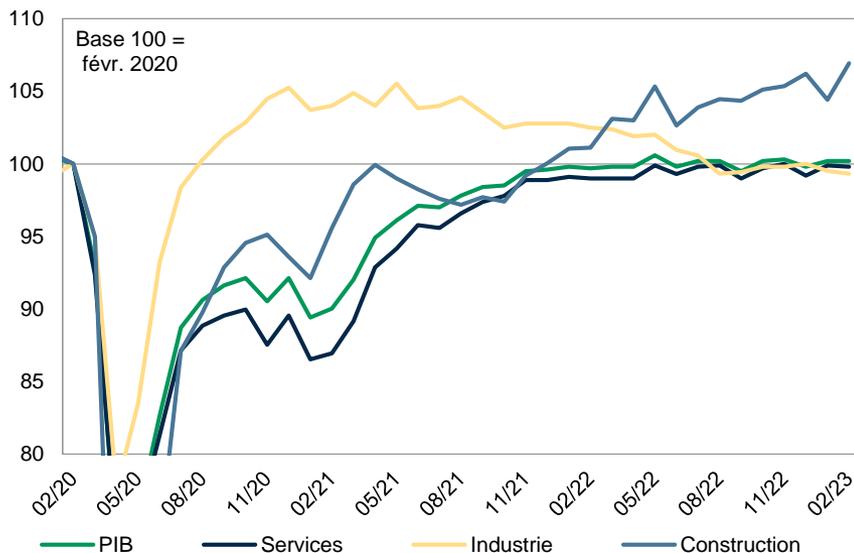
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La croissance trimestrielle a été tirée par la demande domestique qui a été plus performante que prévu, contribuant pour 0,5 point de pourcentage à la croissance. **La consommation des ménages a été plus résiliente qu'anticipé**, parvenant à afficher un rebond (+0,2% sur le trimestre, après -0,3% au T3), malgré la crise du pouvoir d'achat, reflétant sans doute en partie un effet de rattrapage après les fermetures liées au deuil de la reine. Un fort mouvement de restockage, après deux trimestres d'épuisement de stocks, a apporté 1 point de pourcentage à la croissance trimestrielle. C'est le commerce extérieur qui a pesé sur la croissance (contribution de -0,4 point de pourcentage), en raison d'une baisse des exportations (-1,4%), plus forte que celle des importations (-0,2%). L'effet d'acquis laissé pour l'année 2023 est +0,1 point de pourcentage.

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

LES DEUX PREMIERS MOIS DE L'ANNÉE SUGGÈRENT UNE CROISSANCE POSITIVE AU T1 2023

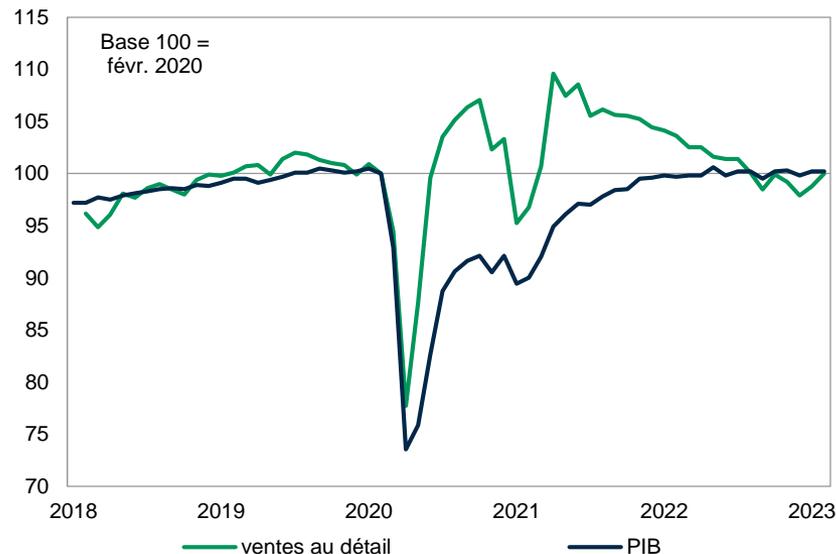
Le PIB en données mensuelles



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Les données dures d'activité pour les deux premiers mois du T1 2023 ont été décevantes au regard des enquêtes. Après une hausse sur le mois de 0,4% en janvier, le PIB est resté stable en février et laisse un acquis de croissance de seulement 0,1% pour le taux de croissance sur le trimestre. À moins que l'économie ne chute fortement en mars, notre prévision d'une croissance de 0,2% sur le trimestre semble atteignable. Des grèves dans les services publics, notamment dans l'éducation et l'administration, ont pesé sur l'activité dans les services qui a légèrement baissé en février (-0,1%) après une hausse de 0,7% en janvier. En revanche, les secteurs

Ventes au détail et PIB



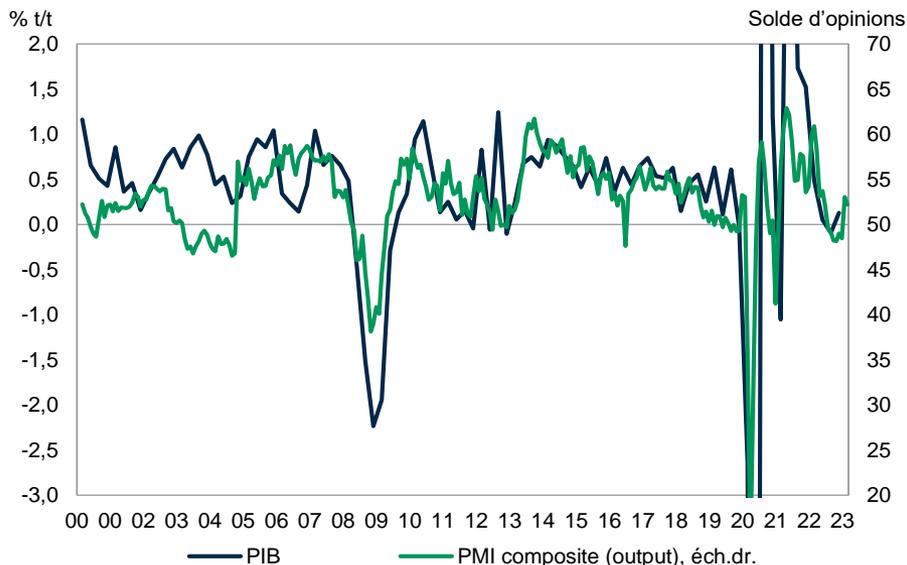
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

d'activités avec un contact direct avec la clientèle, tels que la restauration et l'hôtellerie, la vente au détail, le tourisme, les loisirs et la culture ont légèrement accéléré de 0,4% en février, après 0,3% en janvier, la vente au détail enregistrant la plus forte augmentation (1,2% après 0,9% en janvier). Enfin, la production industrielle s'est repliée sur les deux premiers mois de l'année (-0,5% en janvier et -0,2% en février), le secteur manufacturier s'étant stabilisé sur la période, mais la production d'électricité et de gaz ayant chuté (de -1,9% et -2,2% respectivement en janvier et février).

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

ENQUÊTES : REDRESSEMENT DU CLIMAT DES AFFAIRES

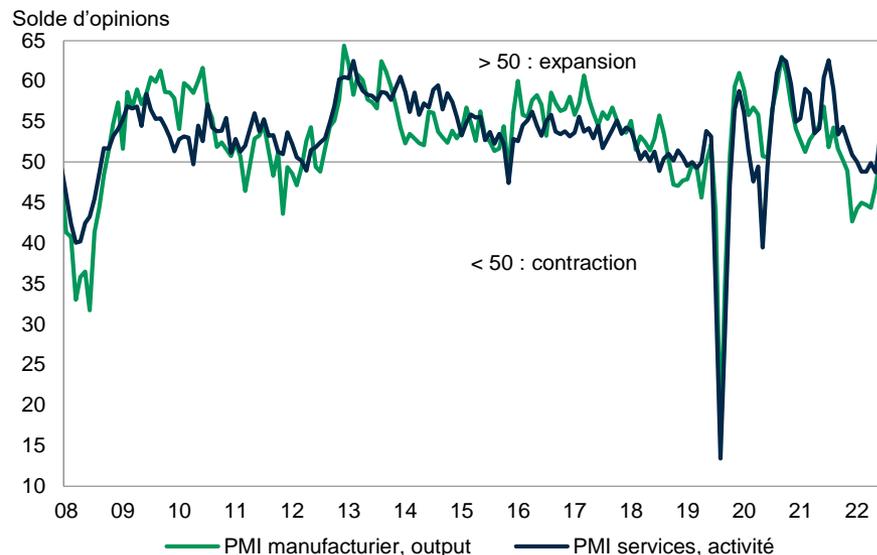
Les PMI signalent une hausse du PIB de 0,3% au T1



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Selon les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achat dans le secteur des services, l'activité a renoué avec une croissance relativement soutenue au mois de février. Celle-ci a été maintenue au mois de mars grâce à une nette reprise de la demande. Les nouvelles commandes connaissent leur plus fort rebond depuis mars 2022, tandis que les commandes à l'exportation augmentent pour le quatrième mois consécutif et à leur plus rythme le plus élevé depuis 2014. En parallèle, les pressions inflationnistes restent fortes mais continuent de se modérer : les prix finaux connaissent leur hausse la plus faible depuis août 2021. L'emploi n'augmente que légèrement sur le trimestre avec un rythme de créations

Rebond de l'activité dans les services en février-mars



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

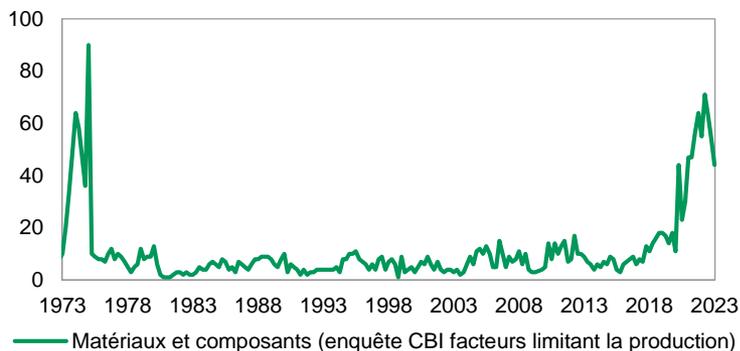
d'emplois plus faible qu'au T4. Par ailleurs, les anticipations d'activité pour l'année à venir se sont améliorées pour le quatrième mois consécutif sur fond de reprise de la demande.

En revanche, dans l'industrie le climat des affaires a rechuté en mars après un rebond en février. L'indice d'activité se maintient en territoire de contraction pour le neuvième mois consécutif. La demande interne se stabilise, mais les nouvelles commandes à l'exportation continuent de baisser.

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

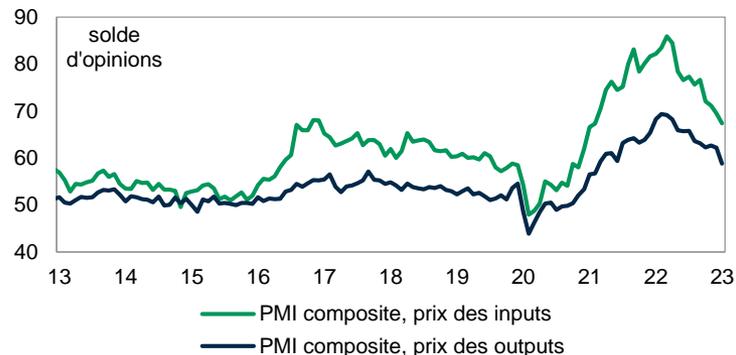
ENQUÊTES : LES CONTRAINTES D'OFFRE S'ATTÉNUENT

Les pénuries de matériaux s'infléchissent depuis des niveaux élevés



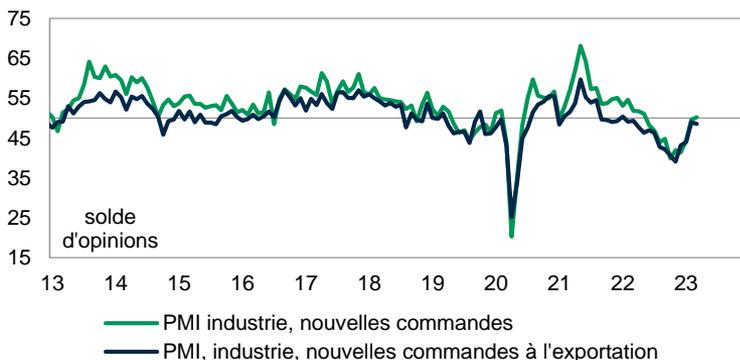
Sources : CBI, Crédit Agricole SA / ECO

Les pressions inflationnistes continuent de se modérer



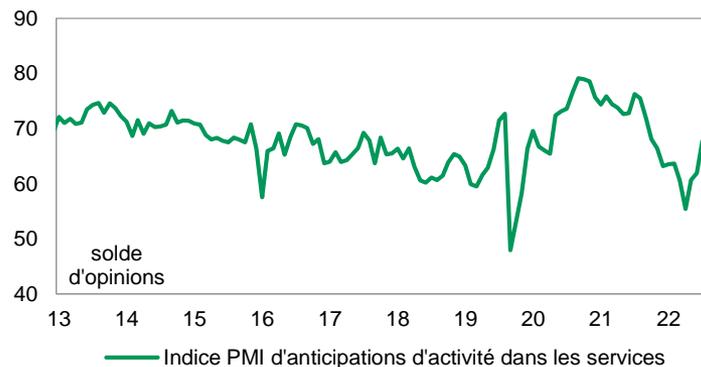
Sources : Markit, Crédit Agricole SA / ECO

La demande montre des signes de stabilisation dans l'industrie



Sources : Markit, Crédit Agricole SA / ECO

Nette amélioration des anticipations dans les services

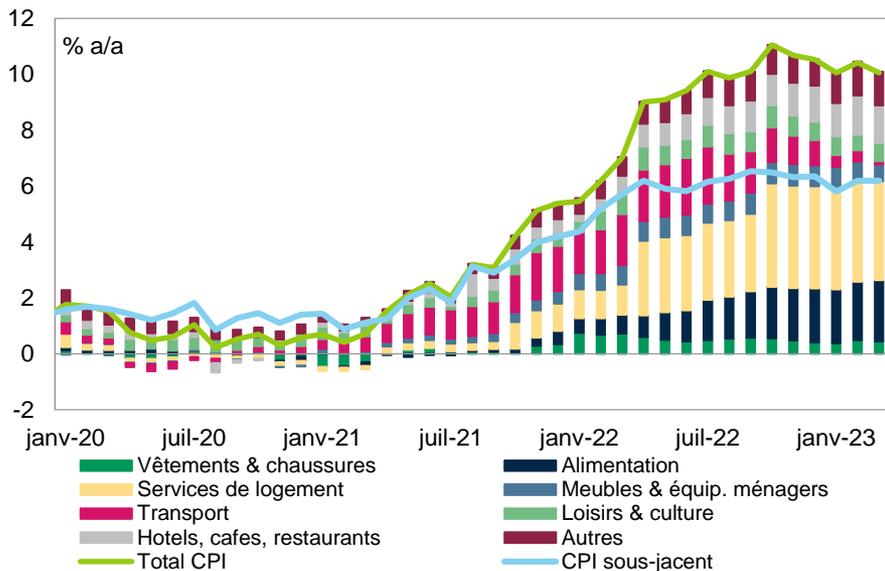


Sources : Markit, Crédit Agricole SA / ECO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

L'INFLATION A ÉTÉ PLUS ÉLEVÉE QUE PRÉVU

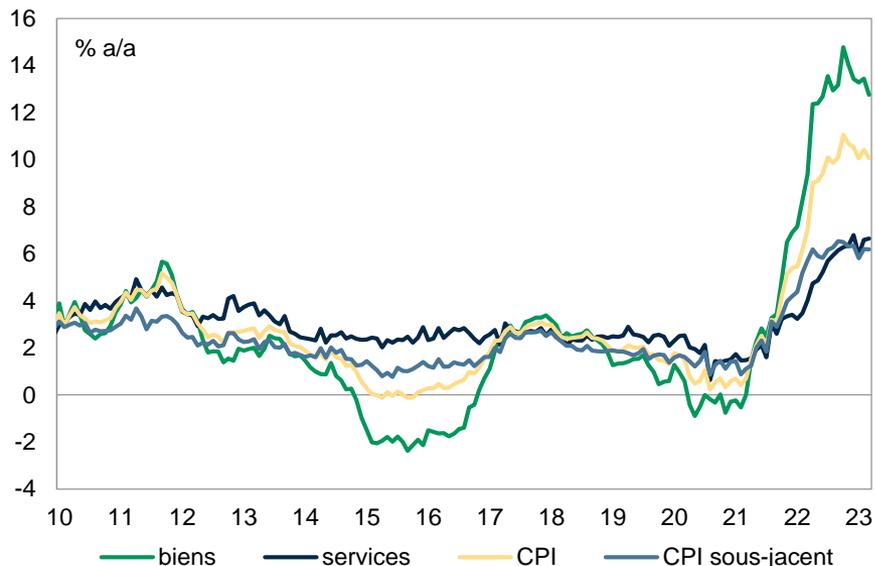
L'inflation CPI est tirée à la hausse par l'alimentaire et par certains services



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le taux d'inflation sur un an des prix à la consommation (CPI) a baissé à 10,1% en mars (contre une prévision de 9,8%) depuis 10,4% en février. Le taux d'inflation sous-jacente (CPI hors énergie, alimentation, alcool et tabac) a été stable à 6,2% par rapport à février, contre des anticipations pour un recul à 5,9%. Les prix alimentaires et les boissons non-alcoolisées ont apporté la plus forte contribution positive à la variation de l'inflation totale. Leur croissance a atteint 19,1% sur un an. La deuxième plus forte contribution a été apportée par les loisirs et la culture, dont le taux d'inflation, très volatil, a rebondi à 4,6% en mars, après 4% en février. Ces contributions positives ont été plus que compensées par une forte baisse de l'inflation de la composante transport (à 0,8%, après 2,9% en février), elle-même largement due à des effets de base dans les prix

L'inflation sous-jacente persiste



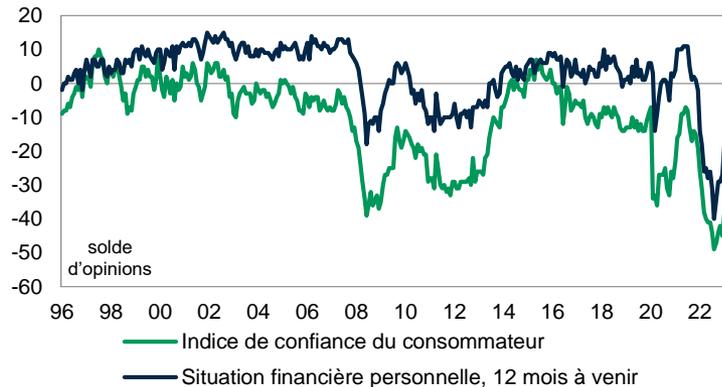
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

de l'essence. Cela a permis à la composante transport de retirer 0,29 point de pourcentage à l'inflation totale en mars, de loin la plus forte contribution négative. Les services au logement, les équipements ménagers, les prix dans les hôtels et les restaurants et le vestimentaire ont également contribué à la baisse du taux d'inflation. En moyenne au T1, le taux d'inflation CPI s'établit à 10,2%. C'est très au-dessus de la prévision de la BoE du *Monetary Policy Report* de février de 9,7%. Un rapport sur l'emploi du mois d'avril faisant état d'une croissance des salaires également plus forte qu'anticipé pour la période devrait conduire la BoE à procéder à un autre tour de vis de ses taux à l'issue de sa réunion de politique monétaire du mois de mai.

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

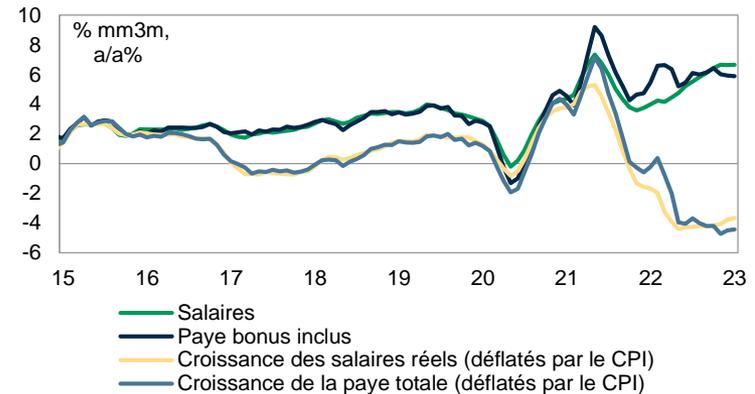
CONSOMMATION DES MÉNAGES : LA CRISE DU POUVOIR D'ACHAT CONTINUE

La confiance du consommateur rebondit depuis des niveaux bas record



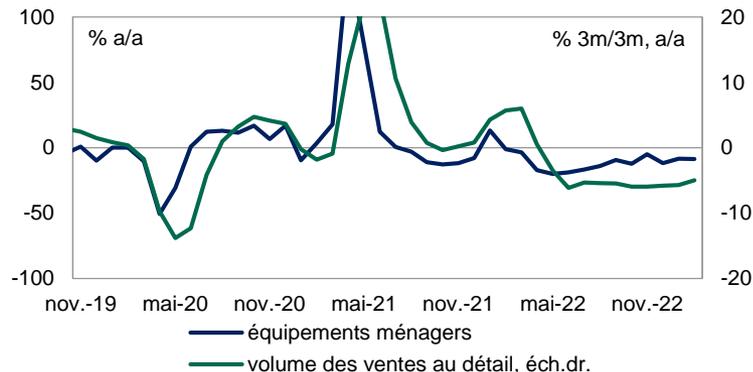
Sources : GfK, Crédit Agricole SA / ECO

La croissance des revenus réels demeure très négative



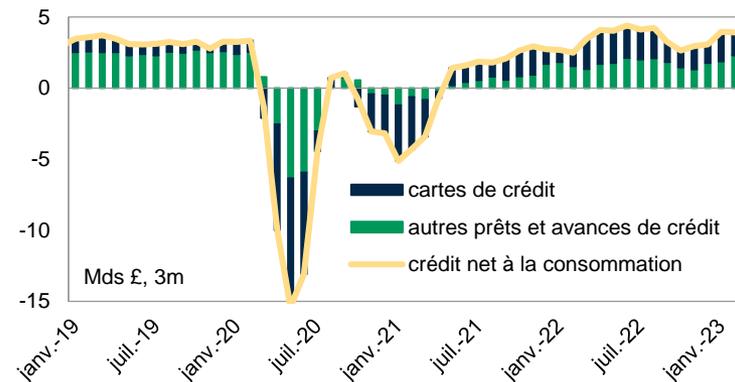
Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

Les ventes au détail ont augmenté en janvier et février



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le crédit à la consommation a augmenté légèrement début 2023

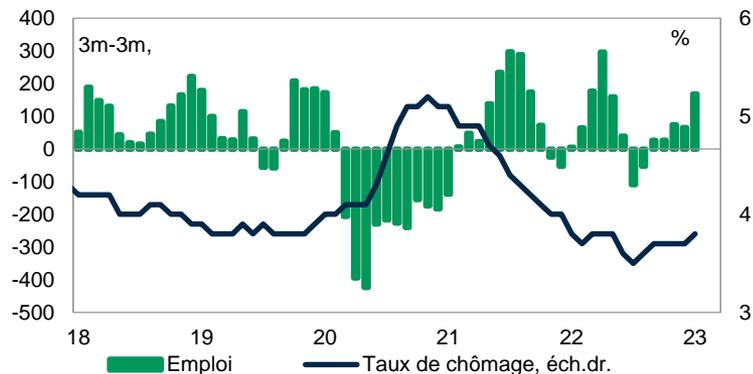


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

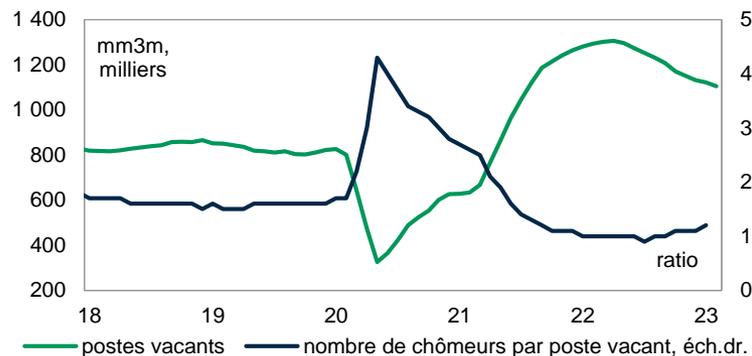
DES SIGNES DE DÉTENTE SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

Le taux de chômage a augmenté à 3,8% sur les trois mois à fin février



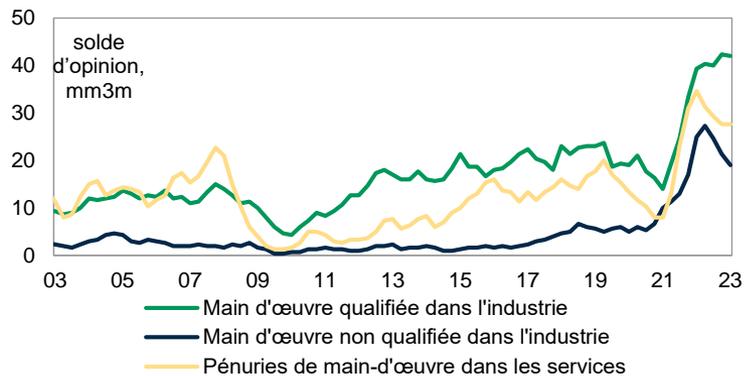
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Les conditions continuent de s'assouplir mais restent serrées



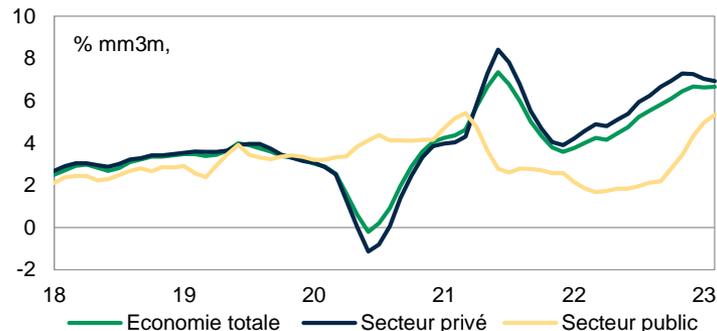
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Les difficultés de recrutement restent considérables



Sources : CBI, Crédit Agricole SA / ECO

La croissance des salaires reste forte



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

3 | LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

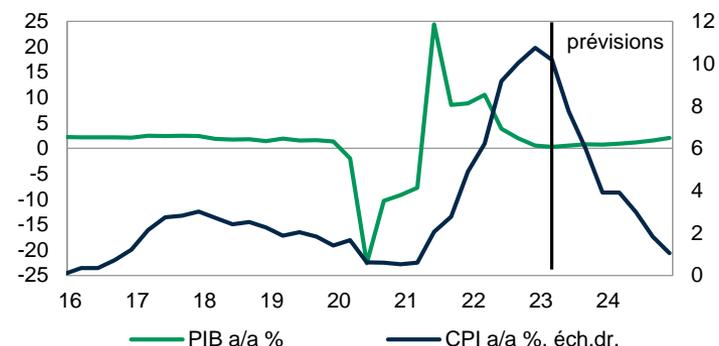
LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

CROISSANCE : RÉCESSION ÉVITÉE MAIS LE CONTEXTE RESTE DIFFICILE

L'économie britannique a surpris positivement aux T3 et T4 2022, l'activité ayant évité la récession. Le pic du taux d'inflation devrait maintenant être derrière nous, ainsi que la majeure partie du resserrement monétaire. Nous avons révisé à la baisse nos prévisions d'inflation (cf. [page suivante](#)) et à la hausse nos prévisions de croissance (à +0,6% pour 2023 et +1,4% en 2024, contre -0,8% et +1,1% respectivement précédemment). Une récession ne fait plus partie de notre scénario. En revanche, nous tablons sur un ralentissement au cours de la seconde moitié de l'année.

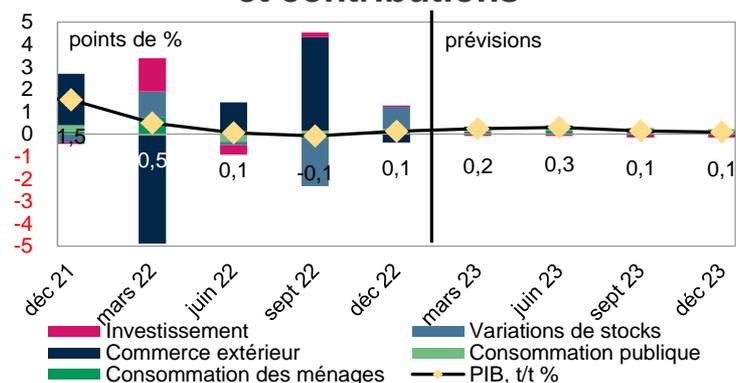
- **Des révisions à la hausse de la consommation des ménages.** Le pouvoir d'achat des ménages devrait connaître une amélioration vers la fin de l'année grâce à la baisse anticipée du taux d'inflation, même si la croissance des revenus du travail devrait se modérer et les aides publiques devraient baisser. Les perspectives de rebond du revenu disponible réel semblent redonner d'ores et déjà de la confiance aux ménages. En outre, le coussin d'épargne constitué pendant la pandémie et le potentiel de baisse du taux d'épargne devraient permettre à la consommation privée de rester résiliente. En revanche, de nombreux ménages devront faire face à la hausse des taux hypothécaires et des loyers, car leurs contrats devront être renouvelés en 2023. Nous tablons sur une croissance faible mais positive de la consommation privée cette année et l'année prochaine (+0,7% en 2023, +1,4% en 2024).
- **Nous anticipons une baisse de l'investissement privé cette année.** Pour les entreprises, l'augmentation de l'impôt sur les sociétés (passé de 19% à 25% en avril) et la hausse des taux d'intérêt freineront l'investissement productif. La baisse des prix dans le marché immobilier devrait peser sur l'investissement immobilier.
- **Le commerce extérieur devrait également contribuer négativement** à la croissance, les États-Unis étant attendus en récession au cours de la seconde moitié de l'année.

Croissance du PIB et inflation CPI



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Croissance trimestrielle du PIB et contributions



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

INFLATION : RÉVISIONS À LA BAISSÉ DES PRÉVISIONS

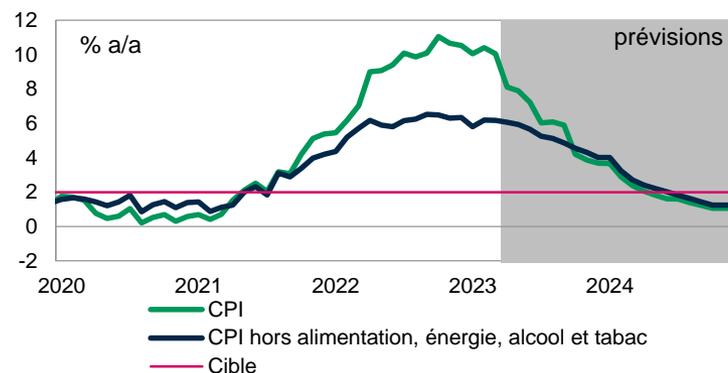
Nous avons révisé à la baisse nos prévisions d'inflation par rapport à il y a trois mois, principalement en raison de l'extension du mécanisme de plafonnement des factures énergétiques pour les ménages (*Energy Price Guarantee*) par le gouvernement pour trois mois supplémentaires à fin juin et de la baisse des prix de l'énergie sur les marchés de gros. Dans notre scénario, l'inflation mesurée par l'IPC revient à l'objectif de 2% de la BoE au T2 2024 (contre T3 2024 prévu précédemment), suivi d'une baisse à 1,1% au T4 2024 (1,3% dans le [scénario](#) de janvier). De puissants effets de base dans les prix de l'énergie restent le principal facteur explicatif de ce repli marqué anticipé de l'inflation.

L'extension du plafonnement des prix de l'énergie à 2 500 livres jusqu'à la fin du mois de juin signifie que les factures d'énergie des ménages resteront stables au deuxième trimestre, au lieu d'augmenter de 20% comme elles l'auraient fait avec une garantie de 3 000 livres. Cette mesure va se traduire par une trajectoire d'inflation plus faible que cela n'était prévu avant le budget (de -0,7 point de pourcentage, selon nos estimations).

Au-delà de juillet 2023, le plafond du prix de l'énergie d'Ofgem devrait tomber en dessous de la garantie d'État de 2 500 livres. Par conséquent, les factures d'énergie des ménages devraient commencer à baisser et leur contribution à l'inflation globale devrait devenir négative.

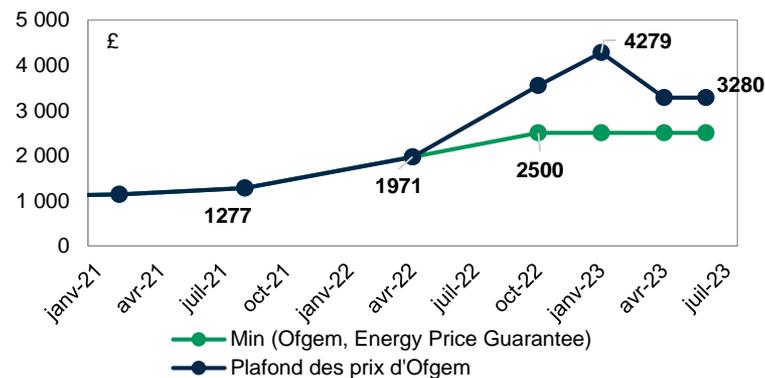
Les risques entourant les prévisions d'inflation restent orientés à la hausse et sont liés aux conditions sur le marché du travail. Bien que les dernières évolutions confortent le scénario d'un assouplissement des conditions, la croissance des salaires pourrait surprendre à la hausse sur fond d'un taux de participation faible. Si une reprise de celui-ci est probable, le taux d'inactivité devrait rester anormalement élevé en raison du grand nombre de personnes souffrant de maladies de longue durée parmi les inactifs.

Inflation CPI et inflation sous-jacente



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Facture annuelle du ménage type (gaz et électricité)

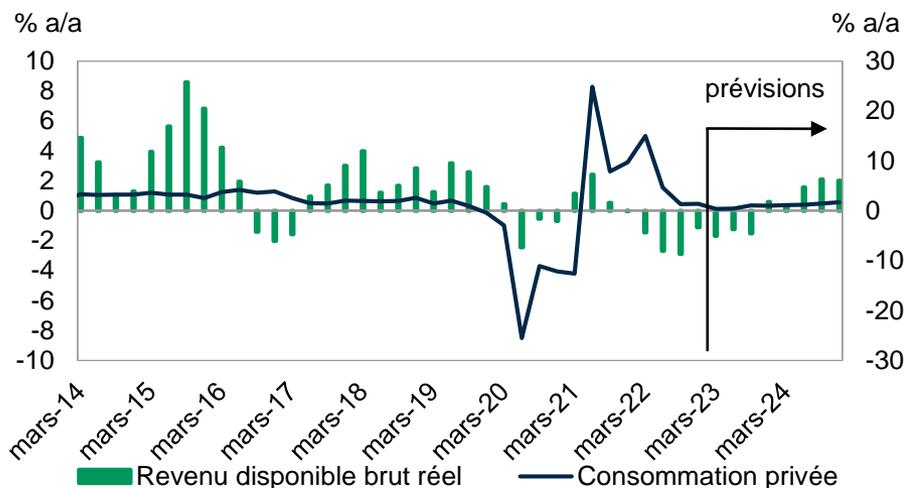


Sources : heattable.co.uk, gov.uk, Crédit Agricole SA / ECO

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

MÉNAGES SOUS PRESSION ENTRE INFLATION ET HAUSSE DES TAUX

Pouvoir d'achat et consommation privée

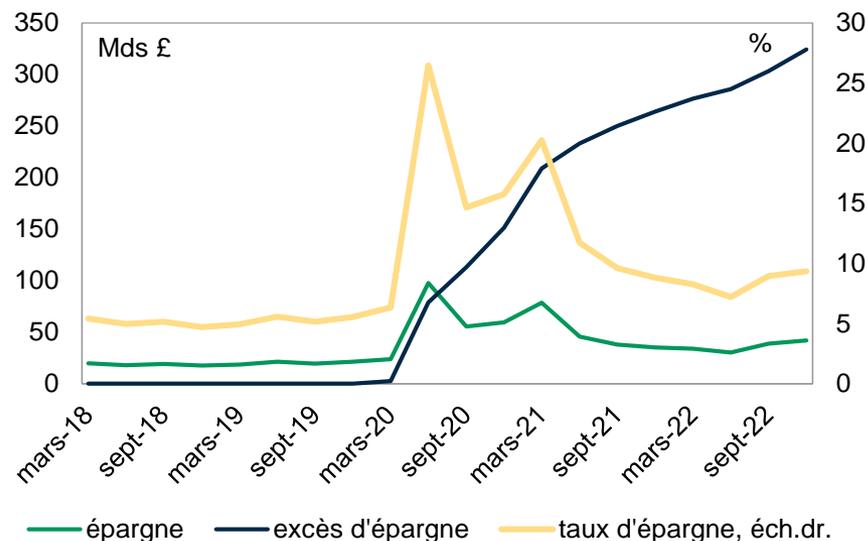


* Revenu disponible brut réel déflaté par déflateur des dépenses de consommation

Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La pression sur les finances des ménages devrait continuer en 2023 en raison de la poursuite de la chute des revenus réels sur la majeure partie de l'année, de la hausse des taux d'intérêt et d'une dégradation anticipée du marché du travail. La BoE prévoit une chute de 1,5% du revenu disponible réel en moyenne annuelle cette année, avant un rebond de 1,5% en 2024. Toutefois, nous anticipons une consommation des ménages résiliente avec une croissance faible mais positive cette année et l'année prochaine (+0,7% en 2023, +1,4% en 2024). Le pouvoir d'achat des ménages devrait connaître

Épargne des ménages



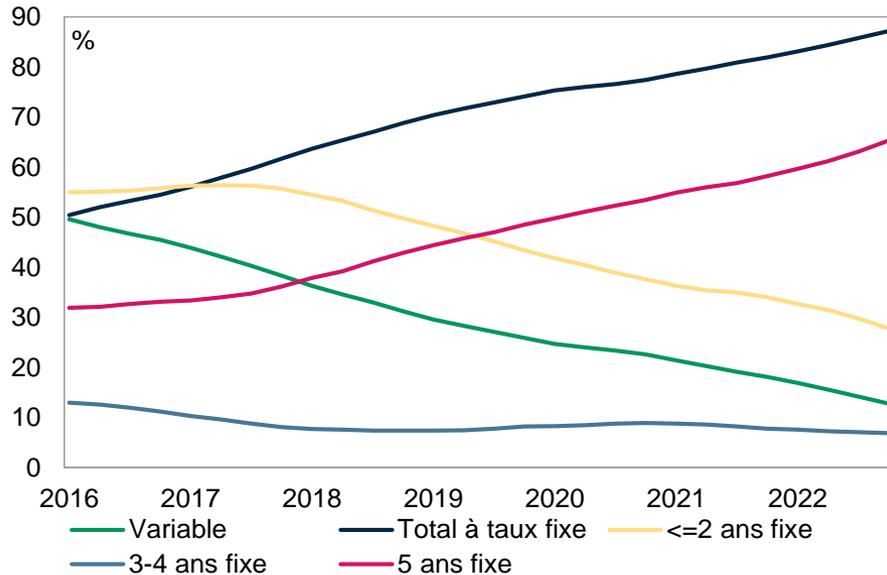
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

une amélioration vers la fin de l'année grâce au repli anticipé de l'inflation. Compte tenu des révisions à la hausse des prévisions de croissance, nous anticipons une moindre détérioration du marché du travail qu'il y a trois mois. Le taux de chômage, qui a augmenté de 0,3 point depuis son point bas record de 3,5%, devrait atteindre 4,1% fin 2023. En outre, le taux d'épargne a augmenté au T3 et au T4 atteignant 9,4%, au-dessus de son niveau d'avant-Covid de 5,6%, présentant un potentiel de soutien à la consommation.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

LA HAUSSE DES TAUX N'A PAS ENCORE PRODUIT TOUS SES EFFETS

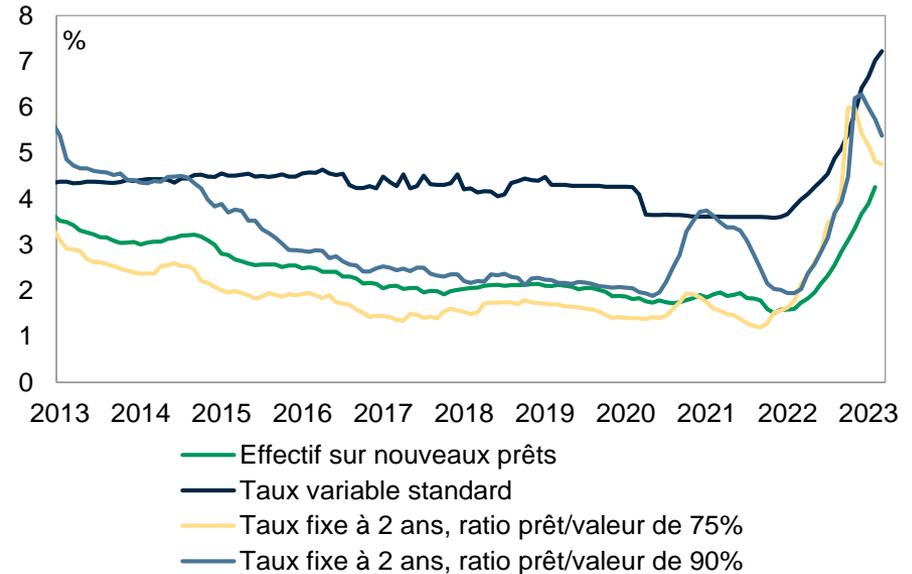
Structure de l'encours de crédit immobilier selon le type de taux d'intérêt



Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

La hausse des taux d'intérêt sur crédit immobiliers a été très rapide au cours de l'année dernière avec un taux effectif sur nouveaux prêts atteignant 4,3% en février 2023 (un plus haut depuis octobre 2009) contre 2% en février 2022. Ce rebond des taux a déjà eu un impact significatif sur les finances des primo-accédants dont les mensualités ont atteint 37% de leur salaire net au niveau national au T1 2023 et 61% pour les Londoniens, soit 10 points au-dessus de la moyenne de 2019 pour les deux statistiques. De plus, la hausse des taux d'intérêt n'a pas encore produit pleinement ses effets sur les ménages, via notamment l'impact sur le stock existant de crédits. Si les crédits immobiliers à taux variable ont diminué depuis la crise financière de 2008 pour ne représenter plus que 12,8% du stock de crédit à

Taux sur crédit immobiliers



Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

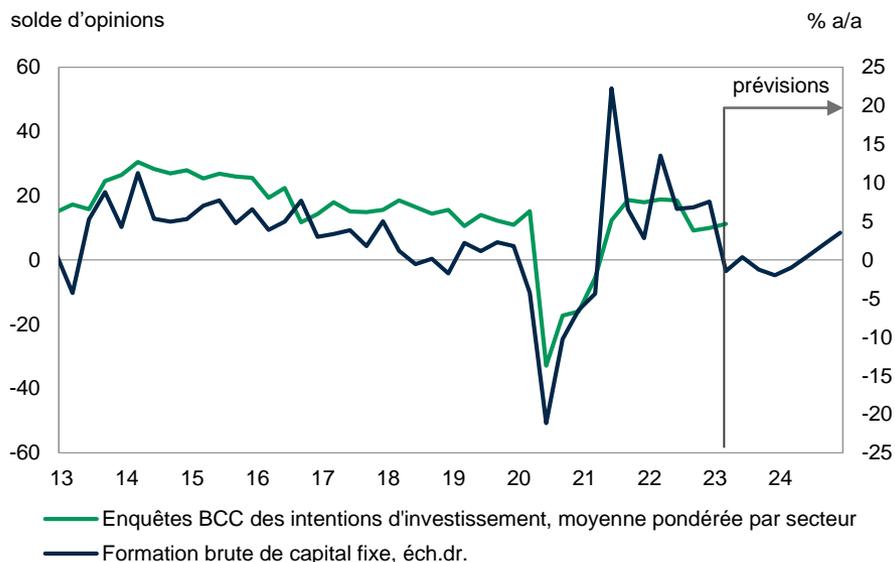
la fin 2022, la majorité du stock de crédits immobiliers (soit 65,3%) sont à taux fixe sur une durée de cinq ans et plus d'un quart (28%) sur une durée de deux ans. Ainsi, selon la BoE, les mensualités de près de 4 millions de ménages, représentant la moitié de ceux qui détiennent un prêt immobilier, vont augmenter au cours des douze prochains mois, car ils devront être renouvelés à des taux plus élevés.

La situation est également préoccupante pour les 5 millions de ménages en location privée qui devront faire face à un renouvellement de leur loyer dans les prochains mois.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

INVESTISSEMENT : PERSPECTIVES TOUJOURS MAL ORIENTÉES

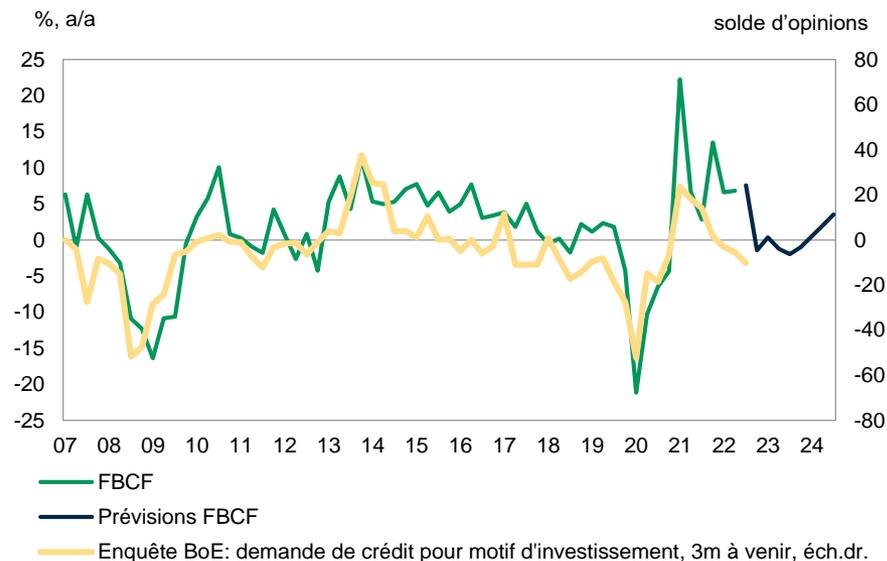
Intentions d'investissement et formation brute de capital fixe (FBCF)



Sources : ONS, Crédit Agricole SA/ECO

En 2023, en plus du resserrement monétaire, plusieurs changements fiscaux devraient peser sur les comptes des entreprises. Le taux d'imposition des sociétés est passé de 19% à 25% en avril 2023. De même, en avril, le plafonnement des prix de l'énergie pour les entreprises introduit en octobre dernier (*Energy Bill Relief Scheme*) a pris fin. Il a été remplacé par un autre dispositif (*Energy Bills Discount Scheme*), moins généreux, pour un an jusqu'en avril 2024. Ces changements impliquent des coûts plus élevés pour les entreprises, augmentant le taux de rentabilité nécessaire pour qu'un projet d'investissement soit acceptable. Le gouvernement a également mis fin à la « super déduction » qui permettait aux entreprises éligibles de recevoir une déduction allant jusqu'à 130% de leur investissement. Certes, le gouvernement a introduit d'autres mesures pour stimuler l'investissement des entreprises notamment un crédit d'impôt de

Baisse de la demande de crédit pour motif d'investissement



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

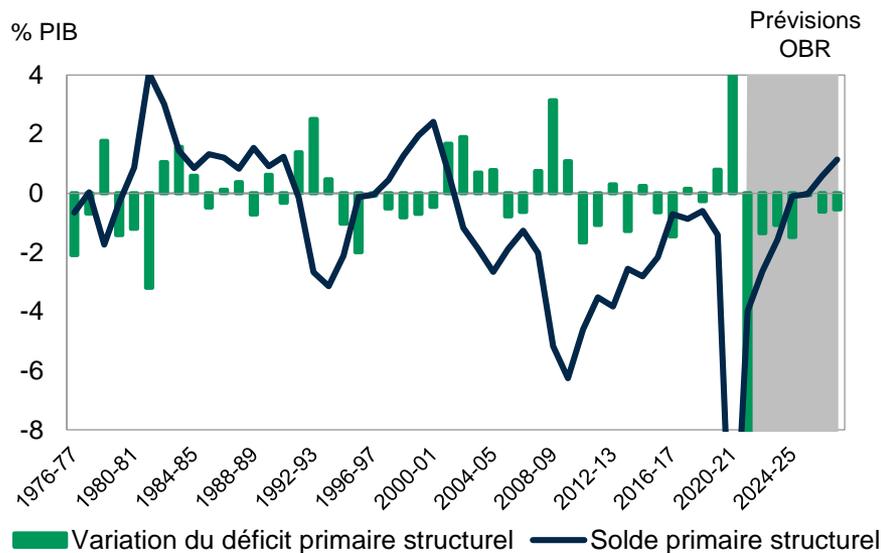
100% pour les investissements dans les usines ou les machines pendant trois ans à partir d'avril 2023. Cette mesure devrait stimuler l'investissement sur notre horizon de prévision, mais à court terme l'efficacité de la mesure devrait être compromise par l'environnement de taux élevés et de prix élevés de l'énergie.

L'investissement immobilier voit également ses perspectives se dégrader suite à la hausse des taux d'intérêt et devrait baisser en 2023. Il a déjà enregistré une baisse au T4 2023 (-1,9% sur le trimestre) pour la première fois depuis la pandémie. Seuls les investissements du secteur public devraient augmenter significativement en 2023 (de 12,3% selon les prévisions de l'OBR).

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE RESTERA RESTRICTIVE, MALGRÉ L'ASSOUPLISSEMENT DE MARS

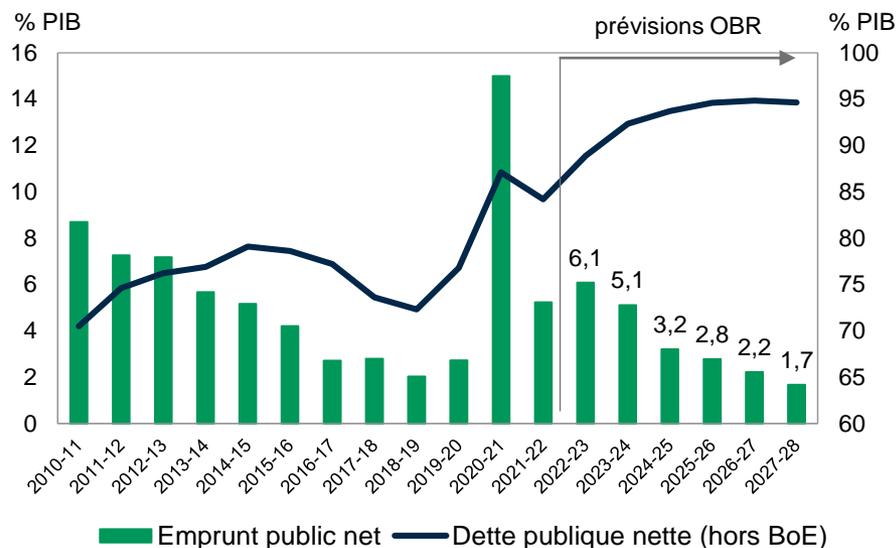
L'impulsion budgétaire sera négative dans les prochaines années



Sources : OBR, Crédit Agricole SA / ECO

Le chancelier de l'Échiquier a annoncé un assouplissement de la politique budgétaire dans son budget de mars (*Spring budget*). Cela a été rendu possible par un déficit public plus faible que prévu pour l'exercice en cours et par des révisions à la hausse des prévisions économiques de l'OBR. Le chancelier a décidé d'utiliser les deux tiers de la marge de manœuvre, soit 20 milliards de livres par an pendant les trois prochaines années (soit 0,8% du PIB de 2022), pour donner un petit « coup de pouce » à la fois à l'offre et à la demande. La prolongation de la garantie des prix de l'énergie à 2 500 livres jusqu'à la fin du mois de juin constitue une des mesures-clés pour soutenir les ménages dans la crise énergétique (pour un coût de 4 milliards de livres). Elle signifie que les factures d'énergie des ménages resteront stables au T2, au lieu d'augmenter de 20% comme elles l'auraient fait avec une garantie de 3 000 livres. Le gouvernement a également

Un effort pour stabiliser le ratio de dette sur PIB sur les cinq prochaines années



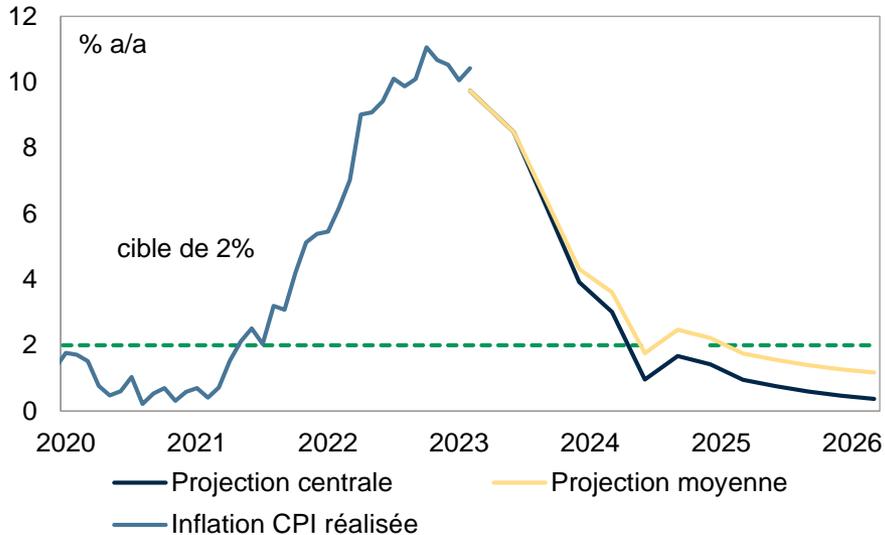
Sources : OBR

annoncé un paquet de mesures pour augmenter l'offre de main-d'œuvre dont la mesure-phare est l'offre de 30 heures gratuites de garde d'enfants. Des mesures pour accélérer l'investissement constituent le point d'orgue de ce budget, notamment des crédits d'impôts généreux mais temporaires (d'une durée de trois ans) pour les entreprises qui investissent dans des actifs éligibles. Le coût des ces crédits d'impôt est estimé à 9 milliards de livres sur les cinq prochaines années. Le gouvernement a également annoncé le gel de la taxe sur les carburants pour une année supplémentaire et une hausse des dépenses dans la défense (de 2 à 3 milliards de livres par an). Malgré ces mesures de soutien, la politique budgétaire restera restrictive dans les prochaines années avec une impulsion budgétaire (variation du déficit structurel primaire) de -1,3 point de pourcentage en moyenne sur les deux prochaines années.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

BANK OF ENGLAND : GUETTANT LA PERSISTANCE DE L'INFLATION

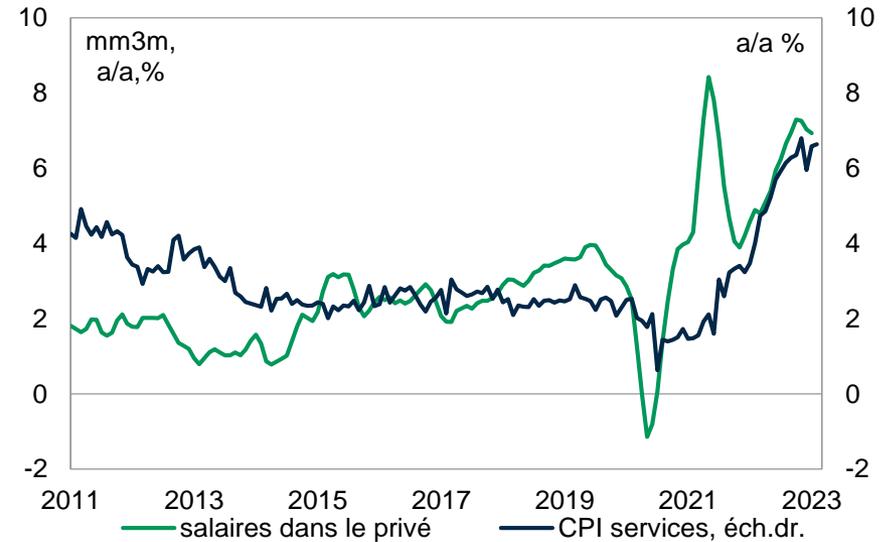
La BoE continue de prévoir une forte chute de l'inflation et sous la cible en 2024



Sources : BoE's monetary policy reports

La BoE a ralenti son rythme de resserrement monétaire depuis le début de l'année : le taux directeur a été relevé de 25 points de base en mars à 4,25%, après 50 pdb en février. En février, le guidage des anticipations a été modifié en incluant plus de conditionnalité. Si, précédemment, des hausses de taux étaient considérées comme nécessaires si l'économie évoluait en ligne avec les anticipations, la nouvelle « *forward guidance* » conditionne tout resserrement monétaire supplémentaire à la persistance des pressions inflationnistes. « *S'il devait y avoir des signes tangibles de pressions plus persistantes, alors un nouveau resserrement de la politique monétaire serait nécessaire* ». Pour cela, la BoE surveille surtout les conditions sur le marché du travail, le comportement de croissance des salaires et l'inflation des services. Ces indicateurs ont surpris à la hausse ce

La croissance des salaires et l'inflation dans les services demeurent trop élevées pour la BoE



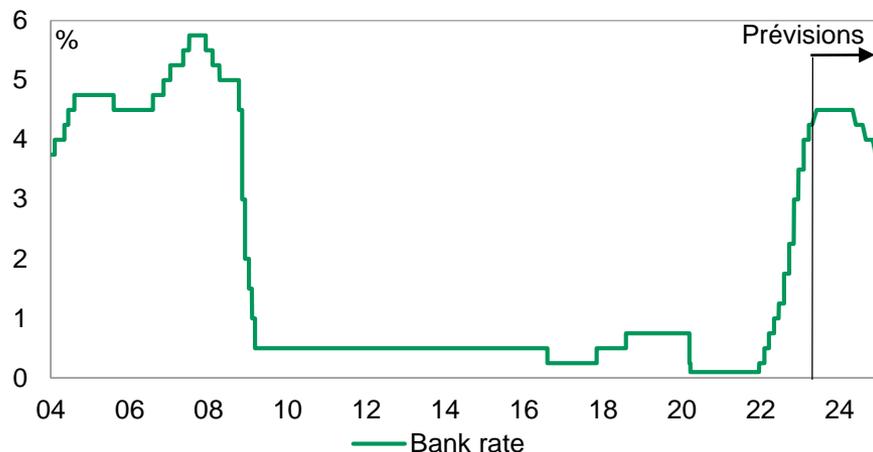
Sources : ONS, Crédit Agricole SA/ECO

mois-ci, augmentant la probabilité d'un nouveau tour de vis du taux directeur de 25 pdb à la prochaine réunion de politique monétaire le 11 mai. Dans le même temps, La BoE anticipe toujours une forte baisse de l'inflation dans les prochains mois, en grande partie grâce à des effets de base favorables. Sous l'hypothèse que le taux directeur suit les anticipations de marché, les prévisions de la BoE incluses dans le rapport de politique monétaire de février tablent sur une inflation CPI qui se replie vers 8% à la mi-2023. L'inflation CPI atteindrait 3,9% en fin d'année et 1,4% fin 2024. L'inflation plonge fortement en-dessous de la cible dès l'été 2024, sous l'effet combiné de la dissipation des chocs globaux sur les prix des matières premières et de l'apparition de capacités non utilisées sur le plan domestique (*output gap* négatif anticipé à partir du T2-2023).

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

VERS UN TAUX DIRECTEUR À 4,5% ET LA POURSUITE DE LA RÉDUCTION D'ACTIFS

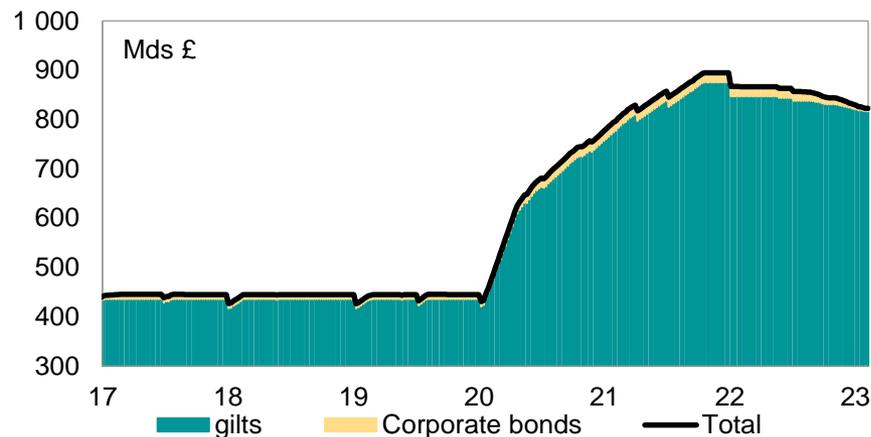
Taux directeur : nous tablons sur un infléchissement en 2024



Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

La BoE est prise en étau entre risque sur l'inflation et risque sur la stabilité financière. Les risques sur la stabilité financière sont dans les radars de la BoE depuis plusieurs mois déjà et surtout après la débâcle des fonds de pension en septembre dernier qui ont vu les taux longs s'envoler dangereusement. En mars, elle s'est montrée plus prudente concernant les risques sur la stabilité financière consécutifs aux récents épisodes de stress dans le secteur bancaire à l'étranger. Notre scénario table sur une dernière hausse de taux de 25 pnb à 4,5% en mai et ensuite une stabilité jusqu'au T2-2024, après quoi nous anticipons des baisses de taux sur fond de faiblesse de la croissance et d'un taux d'inflation qui devrait alors être proche de la cible de 2%.

Réduction très progressive du stock de titres (quantitative tightening)



Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

Quantitative tightening (QT) – Le 12 avril dernier le stock total de titres totalisait 822,6 milliards de livres, comprenant 816,3 milliards de livres d'obligations d'État et 6,3 milliards d'obligations d'entreprises. La BoE a annoncé un plan de vendre 12,3 milliards de livres de titres d'État au cours du T2, répartis à parts égales sur les secteurs à courte, moyenne et longue maturité. Il n'y a pas de gilts arrivant à expiration entre fin mars et fin juin, signifiant que le stock de gilts devrait atteindre 804 milliards fin juin.

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
20/04/2023	Inde – Derrière le "moment indien", le domino géopolitique	Asie
20/04/2023	Inde – Derrière le "moment indien", le paradoxe économique	Asie
20/04/2023	Immobilier non résidentiel en France – À cause de la hausse des taux d'intérêt, les valeurs vénales ont globalement baissé en 2022 et devraient continuer à baisser en 2023	Sectoriel
20/04/2023	L'Asie concentre toujours les espoirs de la croissance mondiale future	Asie
19/04/2023	Allemagne – Scénario 2023-2024 : le chemin sinueux de la reprise	Zone euro
18/04/2023	Zone euro – Scénario 2023-2024 : un mélange insolite de puissants facteurs de soutien et de freinage	Zone euro
17/04/2023	Émirats arabes unis – Un environnement favorable pour engager des réformes structurantes	Moyen-Orient
14/04/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/04/2023	Italie : compte d'agent au T4-2022, la consommation des ménages faiblit et les marges des entreprises se maintiennent	Italie
13/04/2023	Fragmentation du commerce mondial – Tentations et évaluations	Monde
12/04/2023	France – Scénario 2023-2024 : l'activité plie mais ne rompt pas	France
07/04/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
07/04/2023	Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : un ralentissement "baroque"	Monde
06/04/2023	La Chine, un prêteur en dernier ressort sélectif et gourmand	Asie
05/04/2023	Fintech Outlook T1 2023 – Muscler son jeu !	Fintech
04/04/2023	Zone euro – L'inflation sans surprise à la baisse en mars	Zone euro
03/04/2023	France – Recul anticipé de l'inflation en mars	France

Slavena Nazarova

+33 1 43 23 21 40 

slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr



Achévé de rédiger le 20 avril 2023



**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, Jorge Mamani Soria

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.