



Slavena NAZAROVA

ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2023-2024

LE RESSERREMENT MONÉTAIRE PÈSE SUR LES PERSPECTIVES

30 octobre 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

UN SECOND SEMESTRE EN PERTE DE VITESSE

L'économie faiblit sous le poids du resserrement monétaire.

Au deuxième trimestre, l'activité a crû de 0,2% en variation trimestrielle, soit légèrement mieux que prévu par le consensus et la *Bank of England* (BoE), qui tablaient sur une croissance nulle et de 0,1% respectivement, mais proche de notre prévision de 0,3%. Les détails témoignaient d'une demande domestique globalement encore solide au regard, d'une part, de l'ampleur de la hausse passée des taux d'intérêt (515 points de base depuis le début du resserrement en décembre 2021) et, d'autre part, du rebond significatif des faillites d'entreprises (à un plus haut depuis 2009). Néanmoins, depuis la fin de l'été, les perspectives à court terme se sont assombries. L'indice PMI composite s'inscrit en territoire de contraction en octobre pour le troisième mois consécutif (à 48,6 en moyenne, contre 52,5 sur la période de mai à juillet). L'affaiblissement est dû à une rechute de la demande, jusqu'alors résistante, dans le secteur des services et à une contraction continue de l'activité dans l'industrie. Les entreprises déplorent des factures d'énergie en hausse (rebond du prix du carburant), des coûts salariaux élevés, ainsi que la hausse des taux qui pèse sur la demande. Du côté des données dures d'activité disponibles pour le troisième trimestre, le PIB réel s'est contracté de 0,6% en juillet en variation mensuelle, avant de rebondir de 0,2% en août, posant les bases d'un acquis de croissance légèrement négatif pour le troisième trimestre (de -0,1 point de pourcentage).

L'assouplissement du marché du travail se poursuit.

Le ralentissement de l'activité impacte le marché du travail où une baisse de l'emploi sur les trois derniers mois s'accompagne d'une remontée rapide du taux de chômage (à 4,2% sur les trois mois à fin juillet contre 3,8% sur les trois mois à fin avril). Des inactifs sont, en effet, revenus sur le marché du travail : il s'agit, en grande majorité, de personnes qui ont été contraintes de rester à la maison pour des raisons familiales et, dans une moindre mesure, d'étudiants et de retraités. En revanche, la forte proportion de malades de longue durée

(près de 30% des inactifs) explique que le taux de participation, à 63,5% en juillet, reste environ un point de pourcentage inférieur à son niveau pré-Covid. La normalisation du taux d'activité a donc de fortes chances de rester incomplète. Les salaires nominaux ont par ailleurs continué de croître fortement (à 8% dans le privé sur les trois derniers mois à fin août), mais les indicateurs avancés suggèrent que le pic de croissance devrait être désormais atteint. Toute modération future semble toutefois incertaine tant que des tensions demeurent.

Notre scénario table à présent sur une légère récession au cours du second semestre.

Celle-ci devrait être tirée par un ralentissement de la consommation des ménages et de l'investissement, avec en particulier une chute de l'investissement résidentiel, mais aussi par l'affaiblissement de la demande externe. En revanche, nous ne tablons que sur un repli très léger de l'activité de 0,1% à 0,2% par trimestre au troisième et quatrième trimestres, ce qui laisserait la croissance en variation sur un an toujours légèrement positive bien qu'en repli (à 0,2% au quatrième trimestre contre 0,6% au deuxième trimestre). La consommation des ménages pourrait, en effet, ralentir sans s'effondrer : les ménages vont bénéficier d'une croissance des revenus réels enfin redevenue positive et d'un excès d'épargne significatif accumulé pendant la pandémie. À cet égard, le taux d'épargne excède encore son niveau d'avant-Covid (9,1% au deuxième trimestre 2023, contre 6% au quatrième trimestre 2019). En revanche, la détérioration des prévisions de croissance nous conduit à réviser à la hausse nos prévisions de taux de chômage qui atteindrait désormais 4,7% d'ici la fin de l'année, au-dessus du taux de chômage d'équilibre de long terme, ce qui serait cohérent avec une augmentation des capacités non utilisées dans l'économie. Enfin, l'incertitude, la hausse des taux et le *Brexit* demeureront des freins puissants à l'investissement, tandis que les exportations, déjà en net repli depuis trois trimestres, devraient continuer de se contracter sur fond de ralentissement anticipé aux États-Unis et en zone euro.

SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

POLITIQUE MONÉTAIRE : LA BoE DEVRAIT GARDER SES TAUX INCHANGÉS À COURT TERME

La BoE a marqué le pas depuis notre dernier scénario en juillet.

Après une hausse surprise du taux de base de 50 points de base en juin, le rythme de resserrement a été ralenti à 25 points de base en août, avant d'être mis sur pause en septembre. Ces décisions ont été largement fonction du flux des données économiques « au jour le jour », en particulier celles de l'inflation. Après plusieurs mois consécutifs de surprises à la hausse, l'inflation sous-jacente est ressortie très inférieure aux anticipations en septembre (-0,4 point de pourcentage par rapport aux prévisions de la BoE) ce qui a fait pencher la balance au sein du comité de politique monétaire (MPC) en faveur du *statu quo*. Le MPC a été toutefois hautement divisé : cinq membres ont voté pour le *statu quo*, quatre auraient préféré une hausse de taux de 25 points de base supplémentaire. La majorité s'est montrée plus attentive à la sphère réelle, ce qui est un changement significatif dans la communication du MPC. Les *minutes* ont souligné l'affaiblissement du secteur immobilier et, plus généralement, dans les enquêtes auprès des entreprises.

Un moindre risque haussier autour de l'inflation

Le guidage des anticipations de septembre a maintenu un biais *hawkish* : « d'autres relèvements de taux seraient requis, s'il y avait des signes de pressions inflationnistes persistantes ». La BoE considérerait qu'un risque haussier entoure encore ses prévisions d'inflation, mais qu'il a diminué depuis le mois de mai. En particulier, les indicateurs de consommation des ménages ont résisté et les revenus réels ont commencé à croître de nouveau. Le marché du travail est encore tendu et la croissance des salaires est restée plus soutenue que prévu. L'inflation sous-jacente pourrait donc encore réserver de mauvaises surprises. Une autre hausse de taux n'est donc pas exclue, mais sa probabilité a diminué.

Inflation contre activité : un arbitrage finement équilibré

En septembre, la décision de mettre le resserrement monétaire en pause (prise à cinq voix contre quatre) a été le résultat d'un arbitrage « finement équilibré » : équilibre entre le risque de ne pas faire assez, alors que les pressions inflationnistes pouvaient continuer de persister, et celui de ne pas prendre suffisamment en compte le fait que le resserrement monétaire passé n'a pas encore produit tous ses effets sur l'activité et sur l'inflation. Cela suggère une fonction de réaction probablement plus sensible aux signes d'affaiblissement de l'économie qu'on ne le pensait jusqu'à présent. Or, l'activité semble ralentir sous le poids du resserrement des conditions monétaires et financières et les indicateurs avancés suggèrent une hausse de la probabilité de récession au second semestre.

Les taux devraient rester inchangés en novembre

Le MPC devrait garder les taux inchangés à 5,25% à l'issue de sa réunion de politique monétaire de novembre, pour le deuxième mois consécutif. Les indicateurs avancés d'activité se sont détériorés et le marché du travail s'est assoupli légèrement. Le taux d'inflation dans les services n'a pas surpris à la hausse. Cela devrait permettre à une majorité du MPC de voter pour le *statu quo*, mais sans doute pas à l'unanimité.

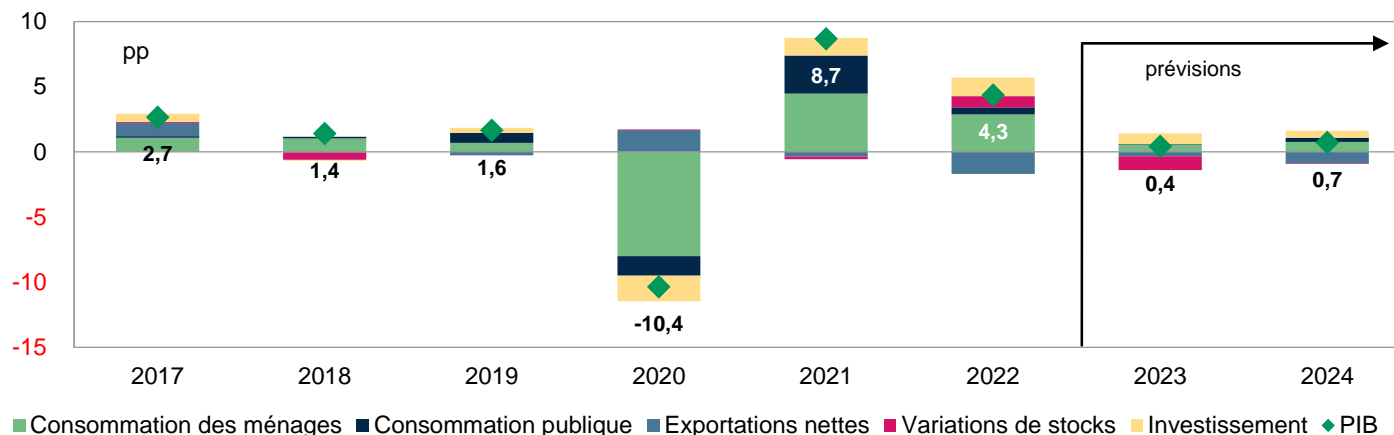
Scénario : statu quo sur les taux à court terme

Notre scénario central est compatible avec le maintien des taux inchangés dans les prochains mois. En effet, il table sur une légère récession, comme décrit précédemment, et sur une chute rapide du taux d'inflation CPI, vers 4,5% en décembre 2023 et à 2,5% fin 2024 (respectivement, 5,6% et 2,8% pour le CPI sous-jacent). En outre, **notre scénario plaide en faveur d'une baisse de taux plus précoce qu'anticipé il y a trois mois** : nous avançons celle-ci au deuxième trimestre 2024 (*versus* au troisième trimestre 2024 dans le précédent scénario).

SYNTHÈSE

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 (%)	4,3	0,4	0,7	0,5	0,1	-0,1	0,1	0,3	0,2	-0,2	-0,1	0,3	0,3	0,4	0,4
consommation privée	4,9	0,9	1,3	0,7	0,3	-0,9	-0,1	0,7	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
consommation publique	2,5	0,3	1,6	0,8	-2,0	0,7	-0,7	-1,2	2,5	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
investissement	7,9	4,5	2,7	5,7	0,1	1,2	0,0	2,5	0,8	1,0	0,5	0,5	0,5	1,0	1,0
variations de stocks*	0,9	-1,1	-0,1	1,4	-0,2	-2,0	1,0	-0,6	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
exportations nettes*	-1,7	-0,4	-0,9	-5,3	1,0	4,5	-0,1	-1,6	-1,0	-0,6	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Taux de chômage	3,7	4,3	4,5	3,8	3,6	3,7	3,7	3,8	4,3	4,5	4,7	4,7	4,6	4,5	4,4
Inflation (CPI, a/a%)	9,1	7,4	3,1	6,2	9,2	10,0	10,7	10,2	8,4	6,7	4,6	4,3	3,0	2,8	2,5
CPI sous-jacent (a/a%)	5,9	6,3	3,7	5,1	6,0	6,3	6,4	6,1	6,9	6,4	5,7	5,3	3,7	3,1	2,8
Compte courant (% PIB)	-3,1	-3,9	-4,5	-7,7	-4,0	-1,6	0,6	-2,3	-3,7	-	-	-	-	-	-
Déficit public (% PIB)	-5,4	-4,5	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% PIB)	101,0	97,2	96,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux directeur**	3,5	5,3	4,50	0,75	1,25	2,25	3,50	4,25	5,00	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75	4,50

* Contributions à la croissance du PIB

** Fin de période

Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole SA / ECO

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

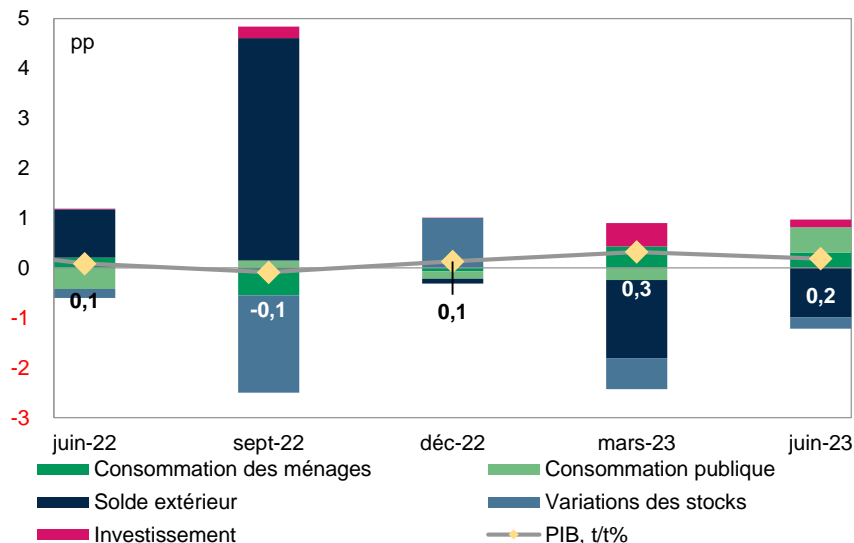
2 | DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

3 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

LA CROISSANCE A ACCÉLÉRÉ AU PREMIER SEMESTRE

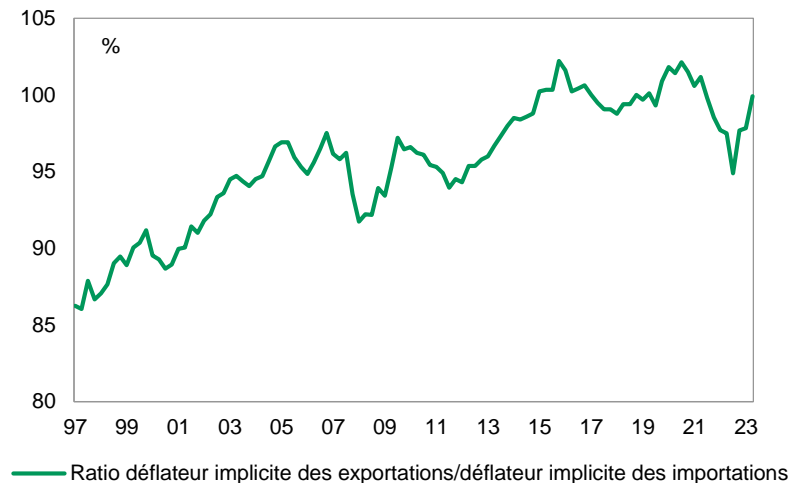
Croissance trimestrielle du PIB : décomposition en termes de dépenses



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le PIB a crû de 0,5% au premier semestre 2023, une résilience qui s'explique par l'amélioration des termes de l'échange depuis le T4-2022. La croissance de la demande intérieure a accéléré, en premier lieu la consommation des ménages (en hausse de 0,6% en moyenne par trimestre au T1 et au T2, après 0% en moyenne par trimestre en 2022). Les ménages bénéficient d'un rebond de leur revenu disponible réel (+1,2% en variation trimestrielle au T2, +2,9% sur un an) grâce à une croissance soutenue de la rémunération salariale (8% dans le privé, 6,8% dans le secteur public), des aides sociales et la baisse des prix de l'énergie. Cela leur a permis à la fois de consommer plus et d'augmenter leur taux d'épargne (à 9,1% au T2, un niveau supérieur à l'avant-Covid). La consommation privée reste toutefois inférieure à son niveau d'avant-Covid, de 1%. Une autre composante qui a surpris favorablement, c'est

Termes de l'échange



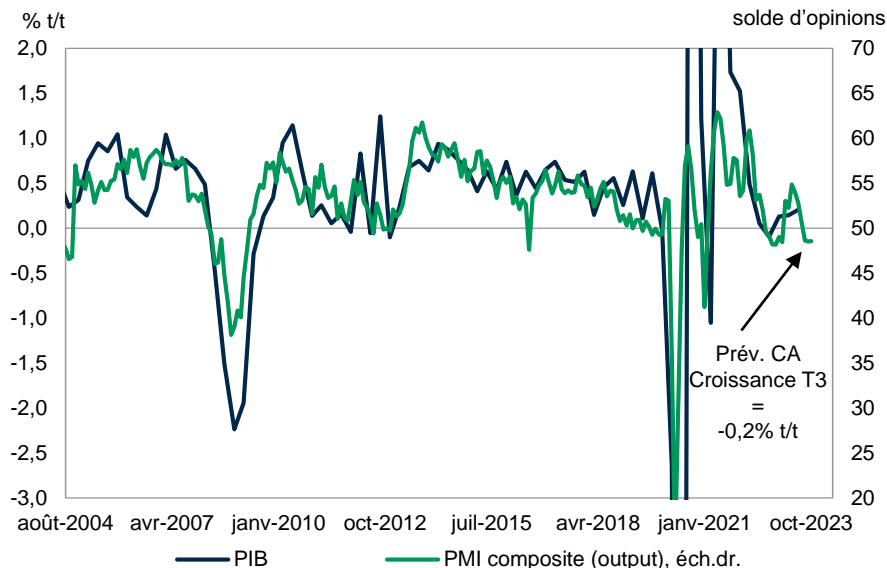
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

l'investissement productif (+4% en variation trimestrielle au T1, +4,1% au T2). Il a été soutenu par l'avancement de projets d'investissement en amont de l'expiration de la « *super deduction allowance* » (remplacée par un autre dispositif moins généreux). En vigueur entre le 1^{er} avril 2021 et le 31 mars 2023, cette mesure a permis aux entreprises de déduire leur facture fiscale jusqu'à 25 pence pour chaque livre investie dans les actifs éligibles. En outre, la croissance de l'investissement est restée relativement forte au T2 grâce à une hausse de l'investissement en équipements de transport, en particulier en avions (hausse des importations depuis les Etats-Unis), tandis que celui en équipements informatiques baisse. Enfin, les exportations se sont repliées au premier semestre et le commerce extérieur a pesé sur la croissance au cours des trois derniers trimestres.

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

ENQUÊTES PMI : FAIBLESSE DU CLIMAT DES AFFAIRES, BAISSÉ DE L'EMPLOI, DÉINFLATION

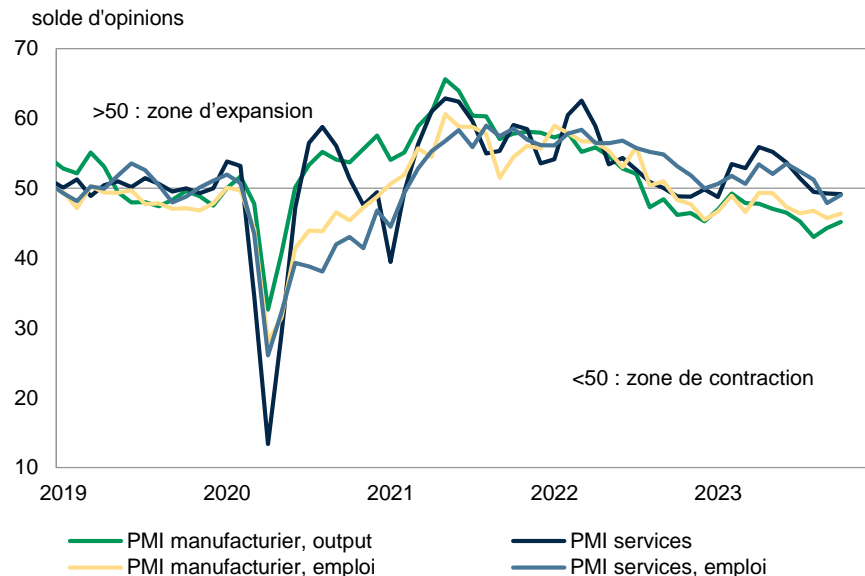
Les PMI suggèrent une activité en baisse au troisième trimestre



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

Après avoir résisté au premier semestre, au regard des données disponibles, l'activité rechuterait légèrement au troisième trimestre. Le PIB réel s'est contracté de 0,6% en juillet en variation mensuelle avant de rebondir de 0,2% en août, posant les bases d'un acquis de croissance de -0,1 point de pourcentage pour le troisième trimestre. Les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achat dans le secteur privé montrent une détérioration des perspectives à court terme due à l'impact de la politique monétaire sur la demande. Elles s'inscrivent en territoire de contraction en septembre et en octobre dans chacun des trois grands secteurs (services, industrie et construction). Le PMI composite se situe sous le seuil de 50 pour le troisième mois consécutif en octobre (à 48,6 en moyenne). Le rythme de contraction du PIB suggéré par les enquêtes PMI est encore

Les services plongent en zone de contraction et leur emploi recule pour le 2^e mois consécutif en octobre



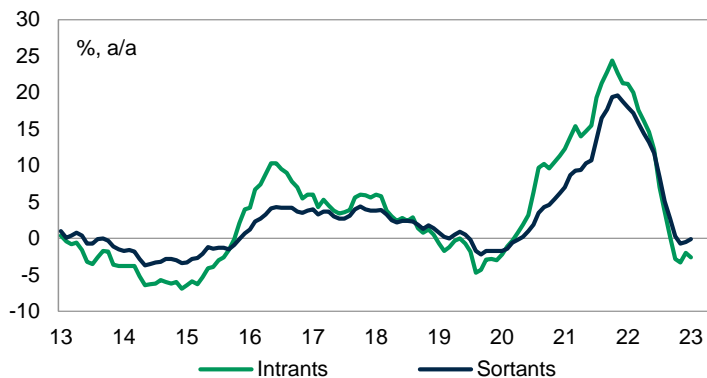
Sources : S&P Global PMI/CIPS, Crédit Agricole SA / ECO

modeste, -0,1% pour le troisième trimestre, mais les entreprises sont plus pessimistes pour les perspectives dans les prochains mois. Alors que dans l'industrie l'activité baisse de manière soutenue et quasi ininterrompue depuis mi-2022, dans les services l'activité se contracte légèrement depuis trois mois et l'emploi baisse depuis deux mois. Sur une note plus positive, l'inflation des intrants ralentit pour le troisième mois consécutif, touchant un plus bas depuis janvier 2021 grâce à des baisses des coûts de production dans l'industrie et à une modération des pressions sur les coûts dans les services. *A contrario*, les prix des sortants ont accéléré en octobre pour le troisième mois consécutif, au rythme le plus élevé depuis juillet. Cela est dû à une accélération des prix dans les services.

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

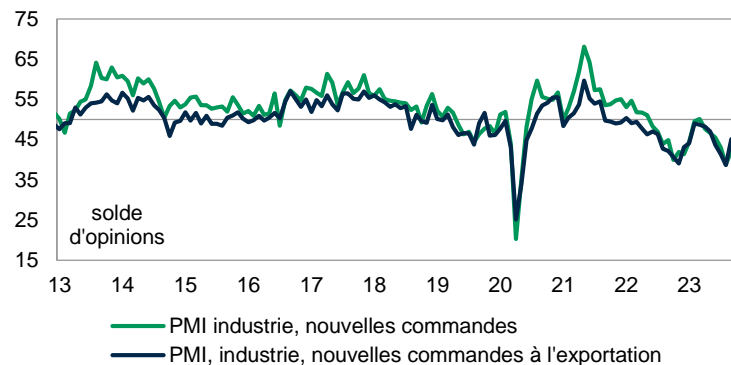
REFLUX DES PRESSIONS INFLATIONNISTES EN AMONT, PRÉSERVATION DES MARGES

Prix à la production



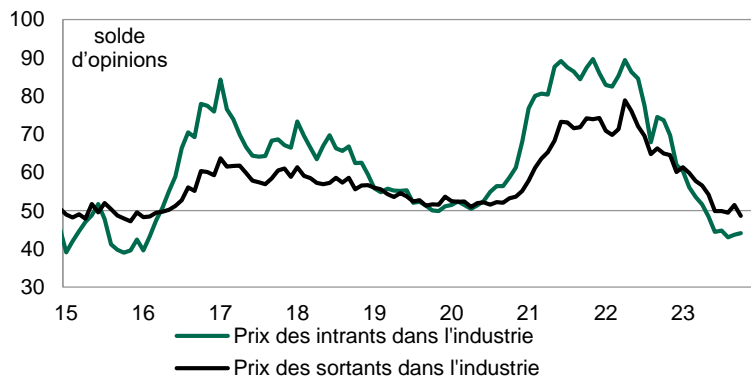
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Demande domestique et étrangère en baisse dans l'industrie



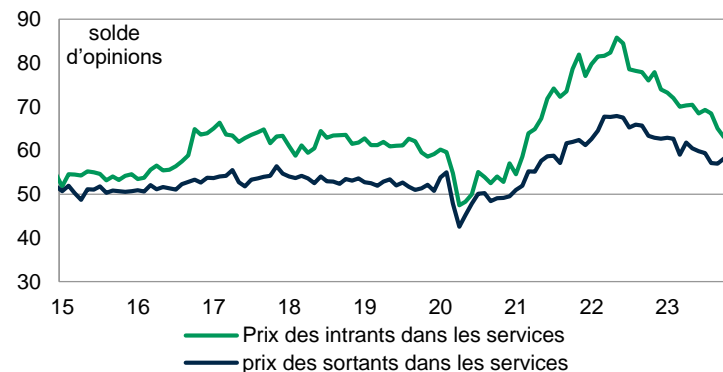
Sources : S&P Global PMI / CIPS - PMI industrie à fin octobre, Crédit Agricole SA / ECO

Déflation des coûts dans l'industrie, stabilisation des prix des sortants



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

Désinflation des coûts dans les services, rebond des prix des sortants

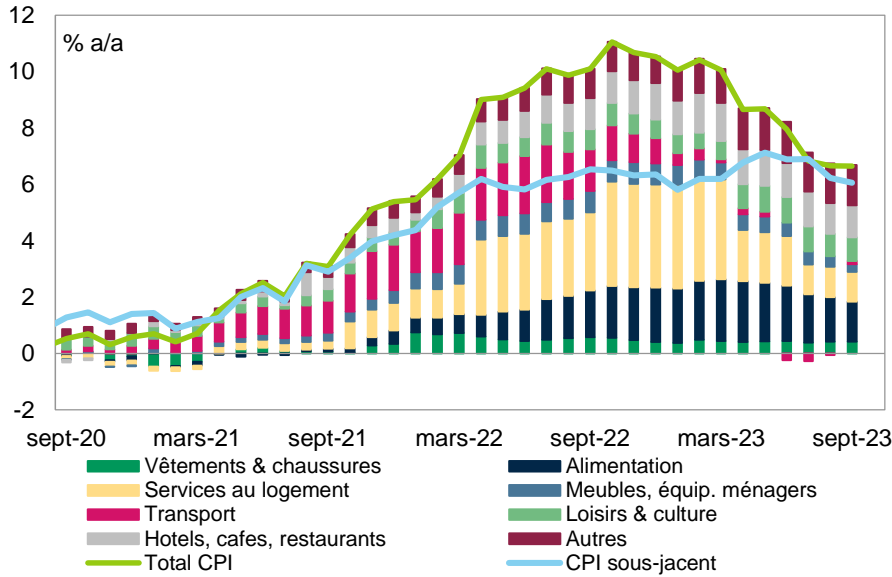


Sources : S&P Global PMI / CIPS - PMI services à fin octobre, Crédit Agricole SA / ECO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

UN TAUX D'INFLATION ENCORE EN HAUSSE DANS LES SERVICES

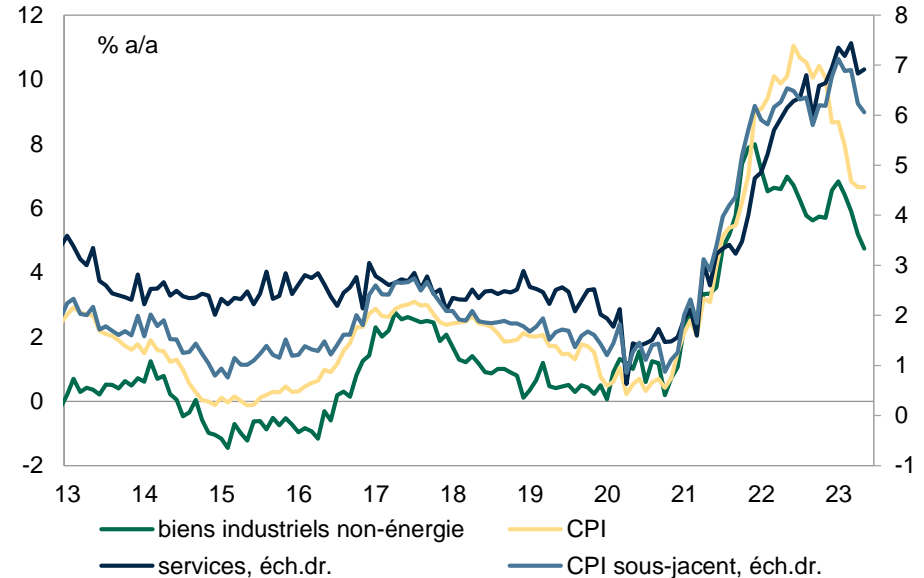
Inflation CPI et contributions par composantes principales



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

Le taux d'inflation CPI des prix à la consommation a déçu les anticipations d'une baisse en septembre. Il a été stable à 6,7% par rapport au mois d'août, tandis que l'inflation sous-jacente, mesurée par l'indice CPI hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac, a baissé, mais moins que prévu à 6,1% après 6,2% en août. La surprise est venue de l'inflation dans les services qui augmente légèrement à 6,9% contre 6,8% en août, tout en restant inférieure à son pic de juillet de 7,4%. Cela est dû à une accélération des prix dans les services de loisirs qui progressent de 8,1% sur un an, tandis que l'inflation dans les services au logement se stabilise à 6,3% (proche de son pic de 6,4% en juillet) et celle des services de voyage et de transport baisse à 8,3% (contre un pic à 10,6% également en juillet).

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



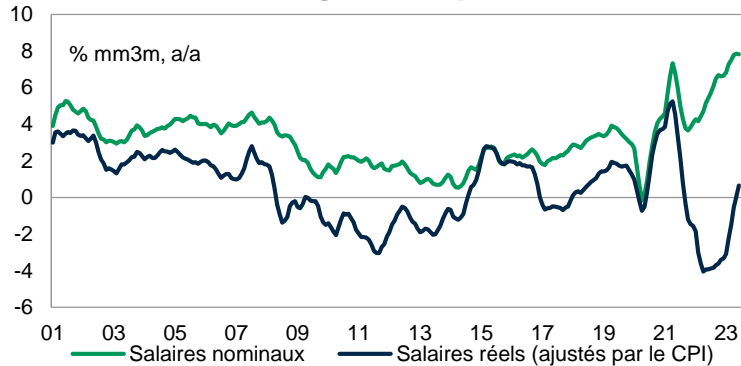
Sources : données à fin septembre de l'ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Après deux mois de contribution négative, l'énergie (-0,2% sur un an en septembre, après -3,2% en août) contribue de nouveau positivement au taux d'inflation en raison du rebond des prix du pétrole. En revanche, le taux d'inflation des biens industriels hors énergie demeure sur une tendance baissière pour le quatrième mois consécutif. Il s'établit à 4,7% après 5,2% en août et contre 6,8% en mai. La désinflation se poursuit aussi dans l'alimentation pour le cinquième mois consécutif. Le rythme d'inflation des produits alimentaires et des boissons non alcoolisées baisse à 12,1%, contre 13,6% en août et un pic à 19,1% en mars. *A contrario*, les prix de l'alcool et du tabac accélèrent à 11,2% sur un an, un rythme record depuis le début de la série en 1997.

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

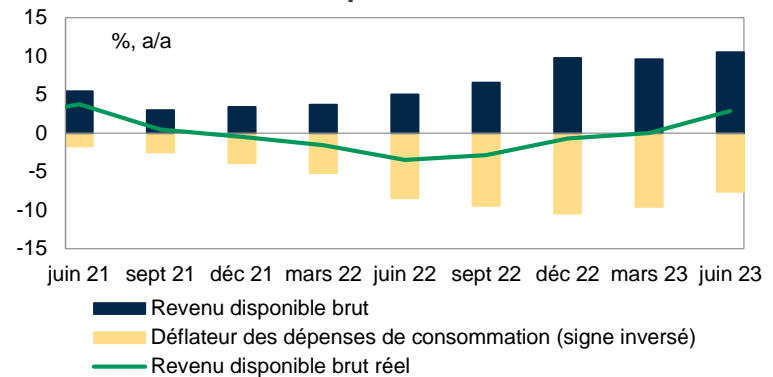
LES CONSOMMATEURS FONT GRISE MINE MALGRÉ UNE REPRISE DU POUVOIR D'ACHAT

**Salaires nominaux et salaires réels :
la fin du grand « squeeze »**



Sources : ONS, données à fin septembre

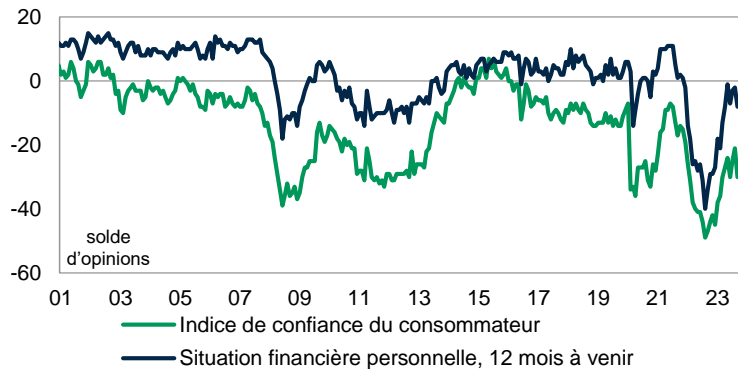
Pouvoir d'achat : fort rebond du revenu réel disponible au T2



Sources : ONS, Crédit Agricole SA/ ECO

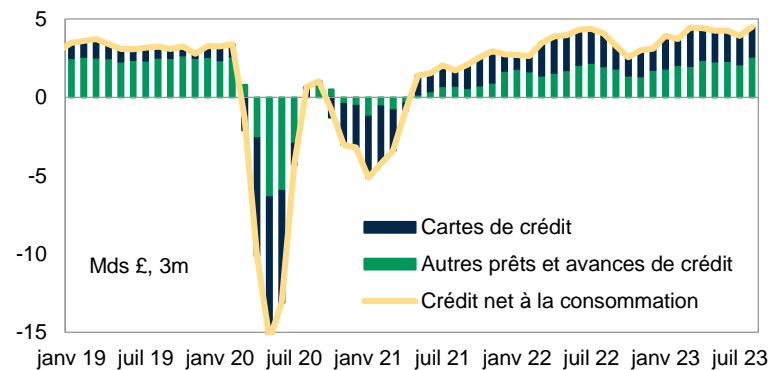
*Revenu disponible brut déflaté par le déflateur des dépenses de consommation

**Confiance du consommateur :
le moral n'est pas au beau fixe**



Sources : GfK, Crédit Agricole SA/ ECO

Crédit à la consommation : en hausse soutenue malgré les taux élevés

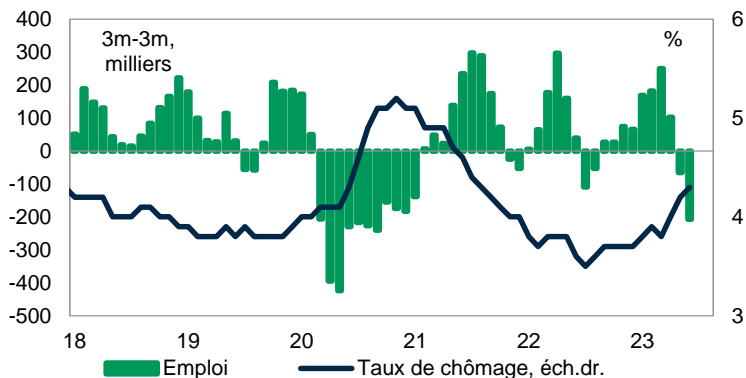


Sources : BoE, Crédit Agricole SA/ ECO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

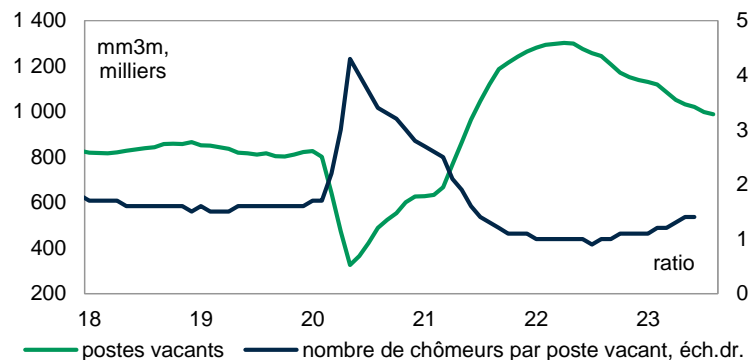
LES CONDITIONS SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL S'ASSOUPLISSENT LENTEMENT

Emploi et taux de chômage : hausse du taux de chômage à 4,3% en juillet (contre 3,8% en avril)



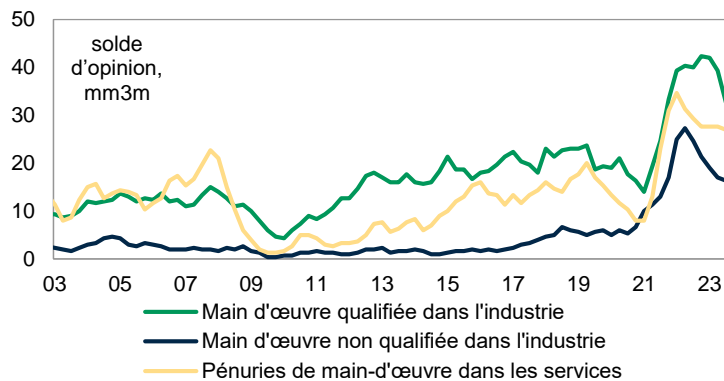
Sources : ONS (données LFS), Crédit Agricole SA / ECO

Postes vacants : en baisse depuis des niveaux élevés



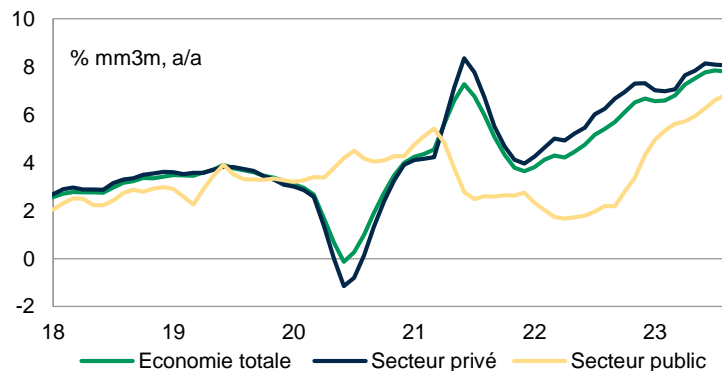
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Difficultés de recrutement : la main-d'œuvre demeure rare



Sources : CBI, Crédit Agricole SA / ECO

Croissance des salaires : surprises à la hausse

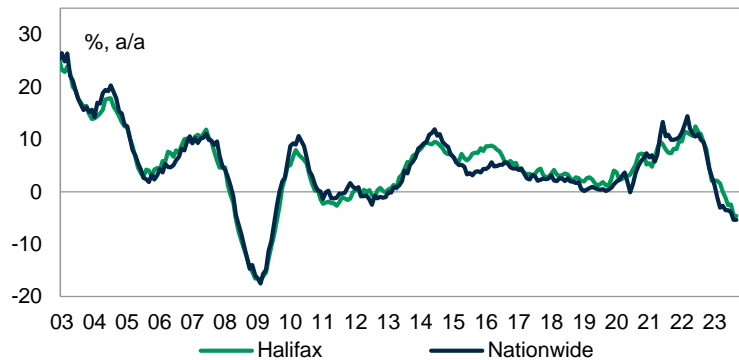


Sources : ONS, données à fin septembre, CA SA / ECO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

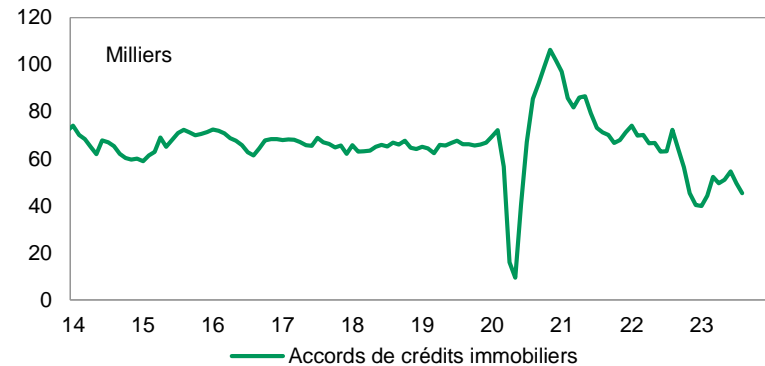
LA CORRECTION DU MARCHÉ IMMOBILIER SE POURSUIT

Prix immobiliers dans le secteur résidentiel : baisse de près de 5% sur un an en septembre



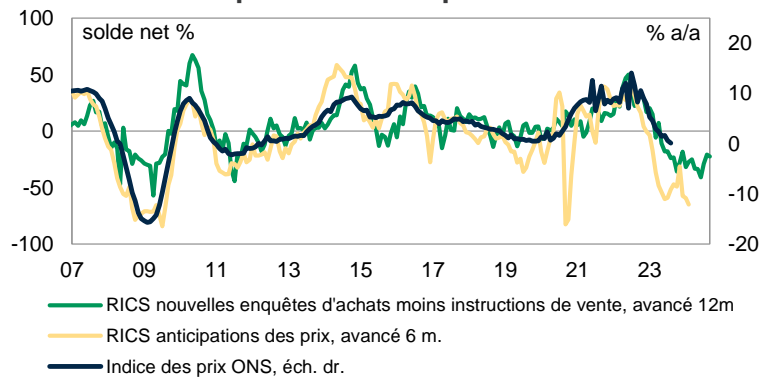
Sources : Halifax, Nationwide, Crédit Agricole SA / ECO

Accords de prêts immobiliers : inférieurs d'environ 30% par rapport à leur niveau d'avant-Covid



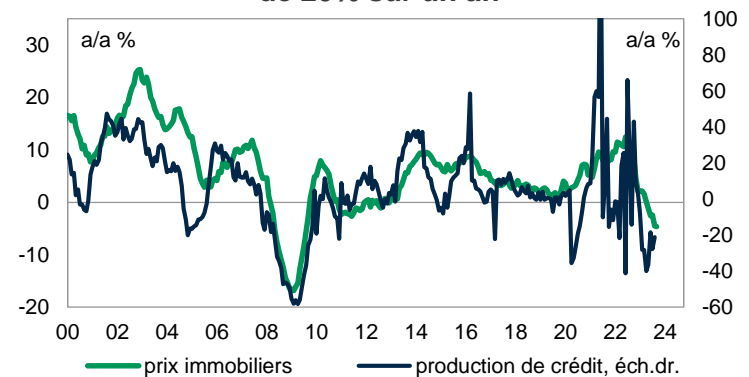
Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

Les enquêtes RICS suggèrent que la baisse des prix devrait se poursuivre



Sources : RICS, ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le crédit immobilier baisse de 20% sur un an



Sources : Halifax, BoE, Crédit Agricole SA / ECO

SOMMAIRE

1 SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

3 | LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

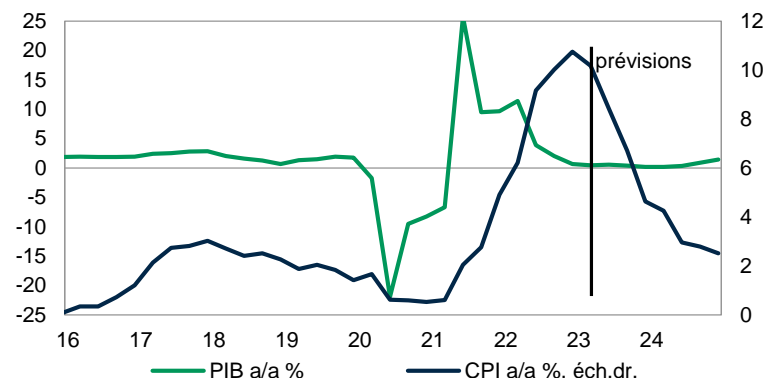
LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

CROISSANCE : LÉGÈRE RÉCESSION ANTICIPÉE AU SECOND SEMESTRE

Nous anticipons une légère récession au second semestre avec une baisse du PIB de 0,2% au T3, suivie de -0,1% au T4. Notre prévision de croissance annuelle pour 2023 demeure toutefois inchangée à 0,5% en raison de la révision à la hausse par l'ONS de la croissance trimestrielle du PIB au T1 (à 0,3% contre 0,1% estimé précédemment), tandis que la croissance du T2 a été confirmée à 0,2%, très proche de notre prévision de 0,3%. Notre scénario est légèrement plus optimiste sur la consommation des ménages et sur l'investissement que trois mois auparavant, mais plus pessimiste sur le commerce extérieur. Le pic de la hausse des taux de la BoE est plus précoce et se situe 50 points de base plus bas que prévu en juillet. La première baisse de taux est avancée d'un trimestre, au T2-2024.

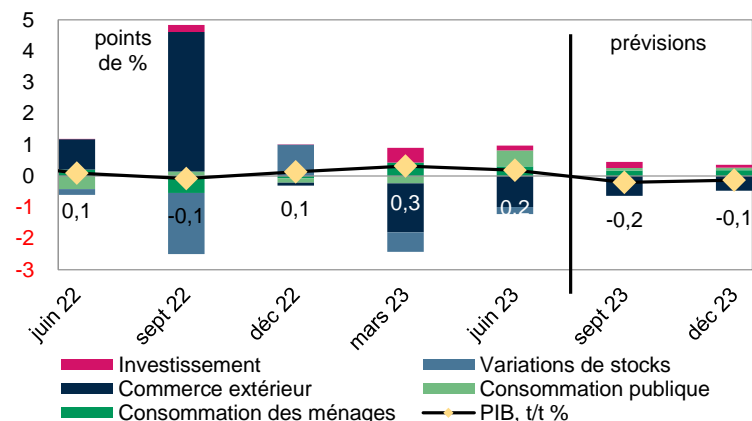
- **Résilience de la consommation des ménages.** La hausse des taux et des loyers, la correction dans le marché immobilier et l'impact de l'incertitude sur la confiance vont peser sur la consommation des ménages. Toutefois, nous tablons sur la poursuite de la résilience de celle-ci. La crise du pouvoir d'achat semble terminée, bien que des risques à la hausse sur l'inflation, notamment des prix de l'énergie, persistent. Le taux d'épargne est supérieur à son niveau d'avant le Covid et l'excès d'épargne accumulé pendant la pandémie demeure significatif. La bonne santé des bilans des ménages devrait leur permettre de supporter la hausse des taux, d'autant plus que la BoE est sans doute arrivée au terme de son cycle de resserrement monétaire.
- **Ralentissement de l'investissement privé.** Nous avons révisé à la hausse nos prévisions sur l'investissement et ne prévoyons plus qu'un ralentissement de celui-ci et non plus une baisse. Pour les entreprises, la persistance de l'incertitude et la hausse des taux d'intérêt freineront l'investissement productif. Néanmoins, quelques facteurs de soutien devraient empêcher la contraction : aides de l'État, bien que moins généreuses (déductions pour l'amortissement, crédits d'impôts recherche), et des marges solides, favorisées par la baisse des coûts de production.
- **Révision à la baisse des prévisions des exportations nettes.** Nous anticipons désormais une contribution négative du commerce extérieur à la croissance cette année et l'année prochaine, la croissance des importations dépassant celle des exportations. Les risques sont toutefois orientés à la hausse. Nous avons récemment changé de scénario sur les Etats-Unis et celui-ci ne prévoit plus de récession à l'horizon de notre période de prévision.

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 : ACCÉLÉRATION À VENIR DE LA BAISSÉ (SAUF NOUVEAU CHOC)

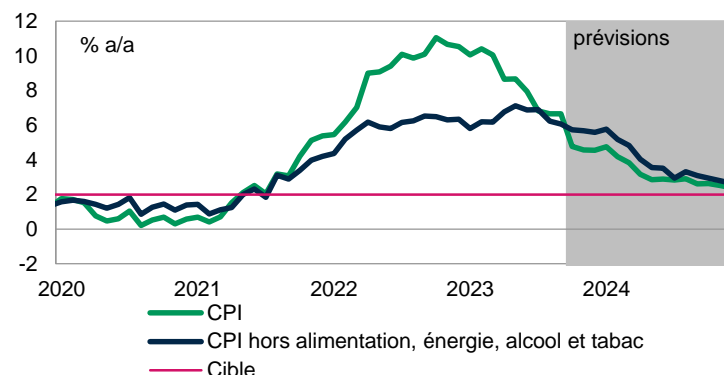
L'inflation s'est repliée fortement au cours de l'été, passant de 10,2% en variation sur un an au T1 pour l'indice CPI à 6,7% au T3. Cette dynamique baissière devrait se poursuivre dans les prochains mois grâce à la dissipation du choc sur les termes de l'échange, la déflation dans l'énergie et la désinflation des prix alimentaires. Celles-ci devraient se répercuter progressivement aussi sur l'inflation sous-jacente, mais le reflux de celle-ci restera ralenti par des pressions domestiques encore soutenues.

Les effets de base seront très puissants au T4 du fait du fort rebond des prix de l'énergie en octobre 2022 et de la baisse de ceux-ci en octobre 2023. Le régulateur Ofgem a annoncé une baisse de ses plafonds des tarifs de gaz et d'électricité qui passeront de 2 074 livres à 1 923 livres (facture annualisée pour le ménage-type) à partir de 1^{er} octobre 2023.

La cible de 2% est encore loin et semble hors de portée avant 2025.

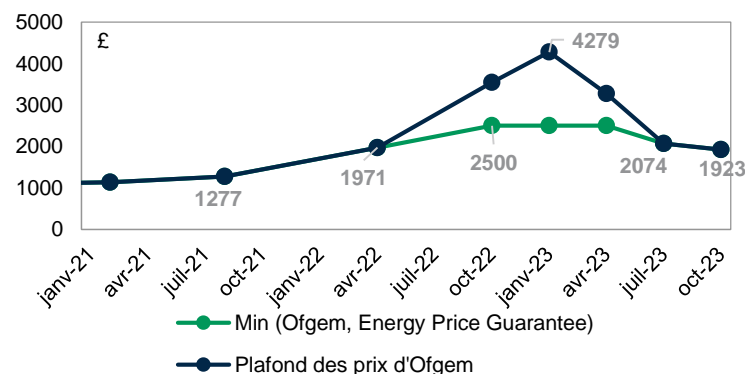
- L'inflation sous-jacente est plus rigide que l'inflation totale, non seulement en raison du laps de temps qui s'écoule normalement entre la hausse du prix de l'énergie et sa répercussion sur les autres secteurs. Les mauvaises surprises sont venues des services où l'inflation reste proche de 7%. Cela reflète une demande domestique résiliente, permettant aux entreprises d'augmenter les prix pour soutenir leurs marges.
- Sauf nouveau choc significatif sur les prix de l'énergie, les prix dans les services vont inévitablement ralentir suite à la baisse des prix des biens, mais cette désinflation devrait être lente. Les conditions sur le marché du travail sont toujours très tendues, en dépit de l'assouplissement récent, et la croissance des salaires reste forte. Nous anticipons une inflation sous-jacente supérieure à l'inflation totale à partir d'octobre et jusqu'à la fin de l'année prochaine.

Inflation CPI et inflation sous-jacente



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Facture annuelle du ménage type (gaz et électricité)

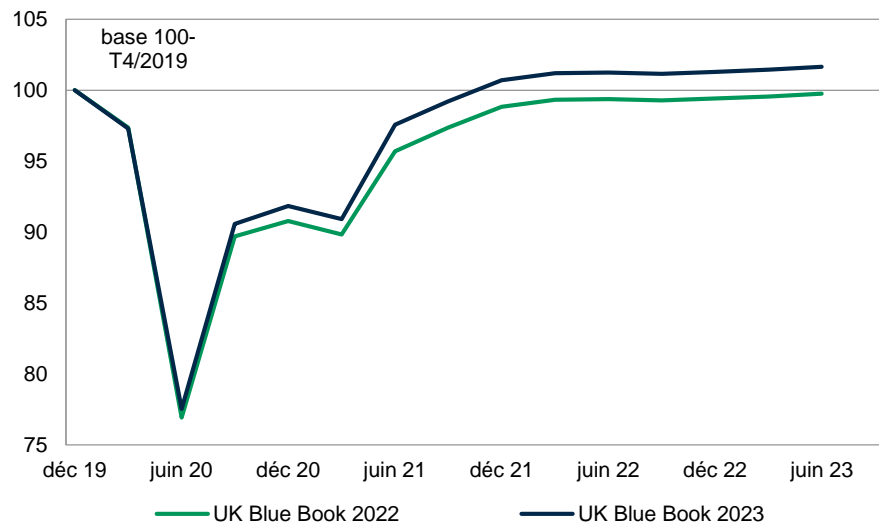


Sources : Ofgem, gov.uk., heatable.co.uk, Crédit Agricole SA / ECO

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

DES RÉVISIONS SIGNIFICATIVES DES COMPTES NATIONAUX

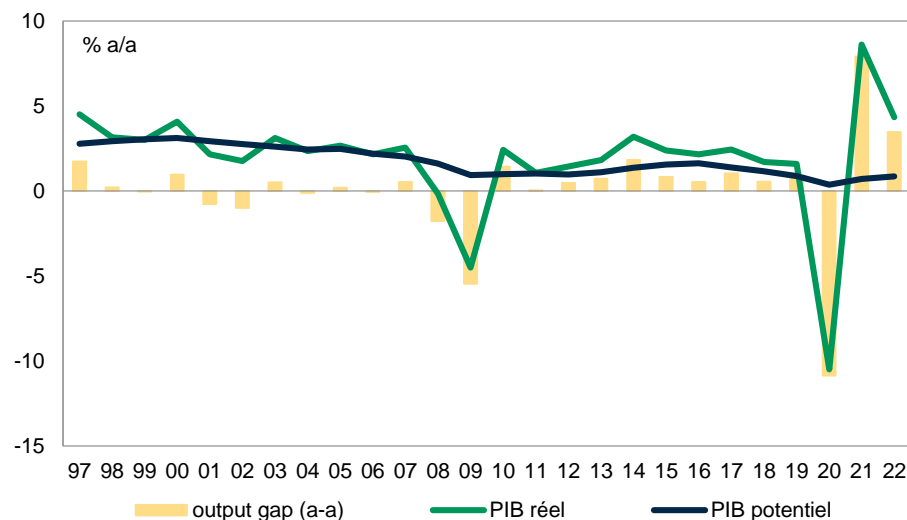
PIB réel



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Dans le cadre de son *Blue Book*, l'ONS a procédé à des révisions significatives des comptes nationaux, particulièrement sur la période 2020 et 2021 en raison de plusieurs changements méthodologiques et de l'intégration de nouvelles données permettant d'améliorer la comparabilité internationale. Parmi les principaux changements faits par l'ONS figurent des réajustements des variations de stocks et une révision significative à la hausse de la consommation des ménages. Au total, la contraction du PIB en 2020 a été révisée à la baisse à -10,4%, contre -11% estimé précédemment et le rebond en 2021 a été revu à 8,7%, contre 7,6% dans les estimations précédentes. Le PIB récupère désormais son niveau pré-Covid au T4-2021 et au T2-2023 il se situe

PIB réel et PIB potentiel



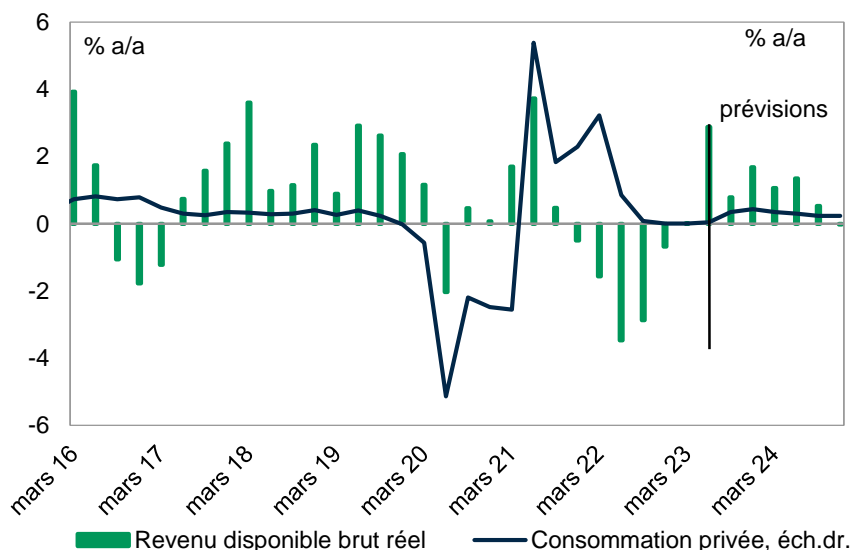
Sources : ONS, AMECO, Crédit Agricole SA / ECO

1,8% au-dessus de son niveau du T4-2019 (au lieu de 0,2% en-dessous selon les précédentes estimations). Les nouvelles données permettent de résoudre l'incohérence entre une économie en surchauffe et un PIB qui, selon les données précédentes, n'avait toujours pas achevé sa reprise *post-Covid* au T2-2023. Les implications sont un *output gap* positif plus élevé qu'estimé précédemment, ce qui est conforme à l'observation d'une demande qui a, jusqu'à présent, surpris par sa résilience et d'une inflation plus forte qu'anticipé. Un ralentissement naturel de la demande devrait se produire dans les prochains mois permettant de résorber l'*output gap* positif et de le ramener en territoire négatif d'ici l'année prochaine.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

MÉNAGES : GAINS DE POUVOIR D'ACHAT ET ÉPARGNE ABONDANTE VERSUS HAUSSE DES TAUX

Pouvoir d'achat et consommation des ménages

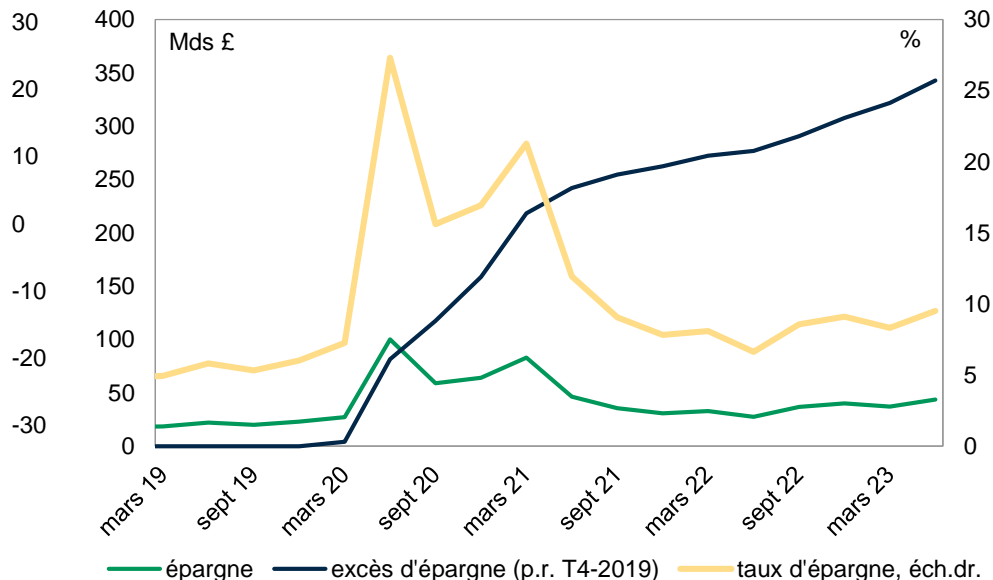


* Revenu disponible brut réel déflaté par déflateur des dépenses de consommation

Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Les perspectives de consommation semblent se détériorer à court terme : la confiance du consommateur a rebaissé en septembre, les ventes au détail ont chuté et le taux de chômage remonte (depuis des niveaux très bas). De puissants vents contraires pèsent sur le moral : hausse des taux d'intérêt et des loyers, correction dans le marché immobilier, incertitude sur les perspectives mondiales. Néanmoins, les chiffres durs sont rassurants : la consommation des ménages a surpris favorablement au premier semestre (hausse de 0,7% au T1 et de 0,5% au T2). Cette résilience s'explique par des conditions très tendues sur le marché du travail qui sont propices à une croissance très forte de la rémunération salariale, mais aussi par une croissance élevée des revenus des actifs financiers et des revenus locatifs, sur fond d'aides de l'État pour faire face à la crise de l'énergie. La croissance du revenu disponible brut a ainsi atteint 10,5% sur un an au T2, un rythme record depuis le début des années 90. De

Taux d'épargne supérieur à son niveau d'avant-crise et excès d'épargne significatif



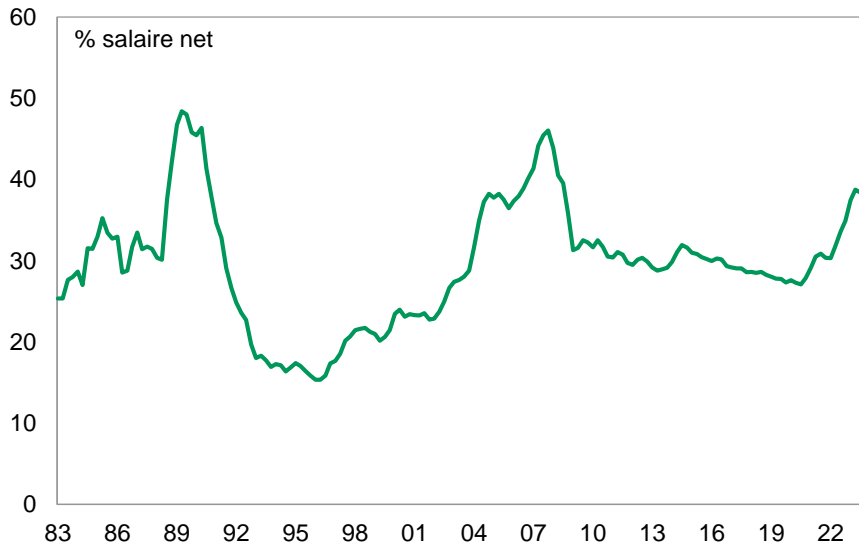
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

plus, l'inflation est en recul depuis le T4-2022, permettant au revenu disponible réel de croître à nouveau. Après quasiment six trimestres de repli, le revenu disponible réel enregistre une hausse de 2,9% sur un an au T2. La crise du pouvoir d'achat semble donc terminée, bien que des risques à la hausse sur l'inflation dus aux tensions géopolitiques persistent. Avec l'accélération prévue de la désinflation, le pouvoir d'achat devrait continuer de s'améliorer dans les prochains mois. En outre, le taux d'épargne a été révisé à la hausse à 9,1% au T2 et l'excès d'épargne accumulé pendant la pandémie demeure significatif. La bonne santé des bilans des ménages devrait leur permettre de supporter la hausse des taux, d'autant plus que la BoE est sans doute arrivée au terme de son cycle de resserrement monétaire. Nous tablons donc sur la poursuite de la résilience de la consommation des ménages en dépit des vents contraires et la rechute récente de la confiance du consommateur.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

IMPACT DE LA HAUSSE DES TAUX VIA LES FINANCES PERSONNELLES

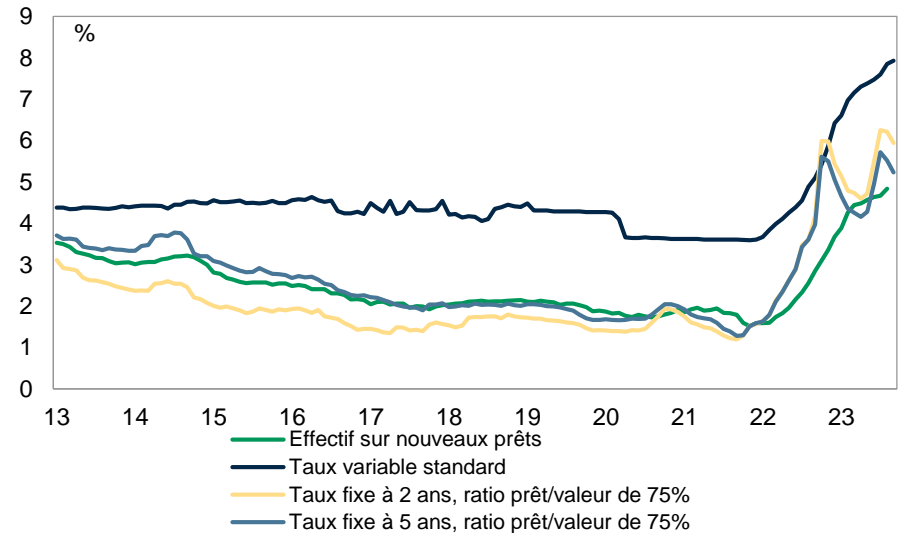
Poids des remboursements de crédit immobilier dans le revenu des primo-accédants



Sources : Nationwide, Crédit Agricole SA / ECO

La hausse des taux pèse sur la consommation des ménages à travers différents canaux. Le premier est l'augmentation des flux de remboursements des ménages endettés. Toutefois, il y a des raisons de penser que l'impact de ce canal pourrait être plus limité que lors des périodes de resserrement précédentes. La majorité des emprunts existants étant à taux fixe (à maturité inférieure ou égale à cinq ans) et non plus à taux variable, l'impact sur les bilans des ménages est plus étalé dans le temps. Seulement environ la moitié des ménages ayant un crédit immobilier ont subi une hausse du coût de l'emprunt depuis le début du resserrement monétaire en 2021. Le pic des refinancements de crédits hypothécaires est attendu pour le T1-2024, avec des remboursements de crédit atteignant 40% du revenu disponible, approchant leur plus haut de 2007. Par ailleurs, les ménages possédant un crédit immobilier sont moins

Le taux moyen sur nouveaux prêts a atteint 4,8% en août



Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

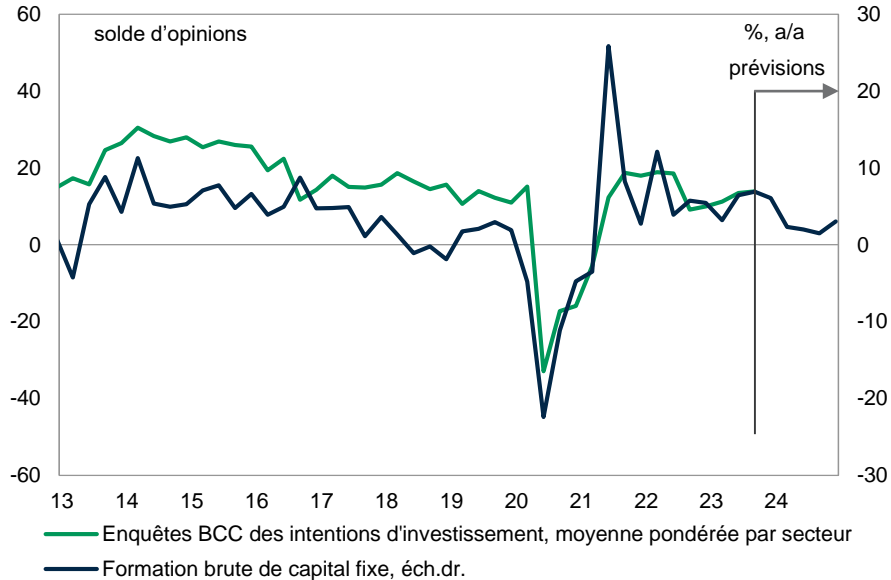
nombreux que par le passé : leur part a chuté à moins de 30% dans les années 2000, contre 40% en 1989.

Un autre canal de transmission de la hausse des taux est le marché de la location. Les propriétaires ayant souscrit un crédit pour un logement mis en location peuvent soit répercuter une partie de la hausse de taux sur les loyers, soit subir eux-mêmes la hausse du coût de la dette. Les loyers ont en effet augmenté fortement, à 5,7% sur un an en septembre 2023 selon les données de l'ONS, un rythme record depuis 1996. Mais on observe surtout une hausse bien plus significative des loyers des nouvelles locations. Selon la BoE, de plus en plus de propriétaires vendent leurs biens locatifs, ce qui réduit l'offre de logements en location et pousse les loyers vers le haut.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

INVESTISSEMENT : LA HAUSSE DES TAUX PÈSE SUR LES PERSPECTIVES

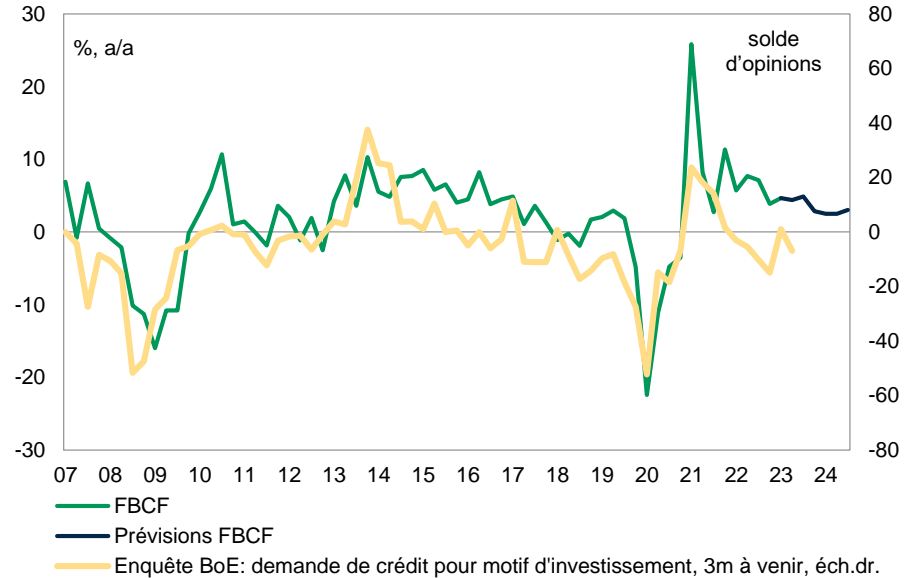
Intentions d'investissement et formation brute de capital fixe (FBCF)



Sources : ONS, Crédit Agricole SA/ECO

L'investissement productif a été plus fort qu'anticipé au cours du premier semestre avec une progression cumulée de 8,3%, selon les données révisées de l'ONS. Ce fort rebond s'explique en partie par l'anticipation de certains projets d'investissement en amont de l'expiration de la « *super deduction allowance* » du gouvernement le 31 mars 2023. Cette mesure a été remplacée par un dispositif similaire mais moins généreux à partir d'avril. Au T2, l'investissement a été soutenu par des investissements en hausse en équipements de transport, notamment en avions (hausse des importations depuis les États-Unis). Il est donc peu probable que ce rythme soutenu de croissance de l'investissement se maintienne dans les prochains trimestres. Les entreprises ont subi une érosion de leurs marges au T2 en raison des baisses des aides d'État

Investissement et demande de crédit pour motif d'investissement



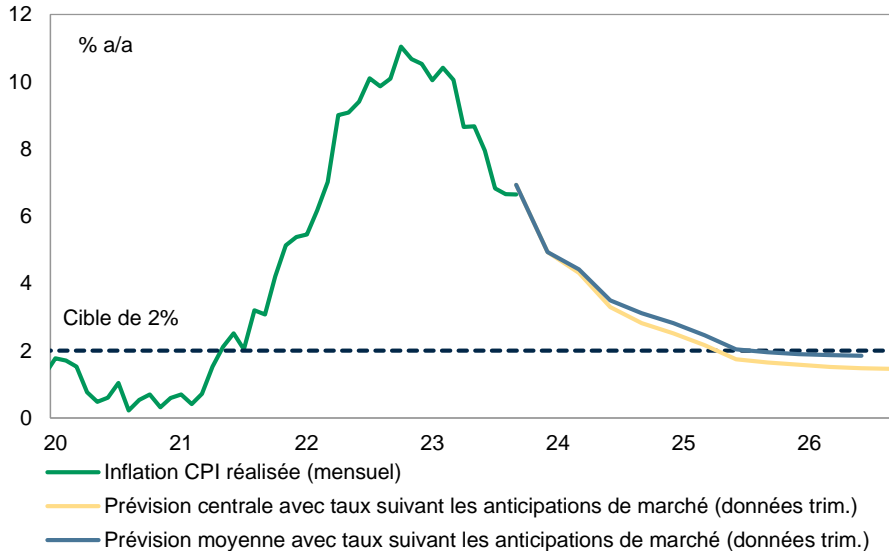
Sources : ONS, BoE Credit Conditions Survey, Crédit Agricole SA/ECO

en lien avec les prix de l'énergie. Le taux moyen des nouveaux crédits aux entreprises non financières a continué de grimper pour atteindre 6,97% en août, soit +209 points de base par rapport au mois de décembre 2022. L'enquête de la BoE sur les conditions de crédit au T2-2023 pour les trois prochains mois fait par ailleurs état d'une rechute de la demande de crédit pour motif d'investissement attendu pour les trois mois à venir, tout en restant supérieure au plus bas atteint au second semestre 2022. Nous continuons de prévoir un ralentissement de l'investissement dans les prochains mois, mais avons écarté de notre scénario une récession de celui-ci. Les marges restent solides, favorisées par la baisse des coûts de production, et les aides de l'État, bien que moins généreuses, seront des facteurs de soutien.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

POLITIQUE MONÉTAIRE : PREMIÈRE BAISSÉ DE TAUX ANTICIPÉE EN MAI

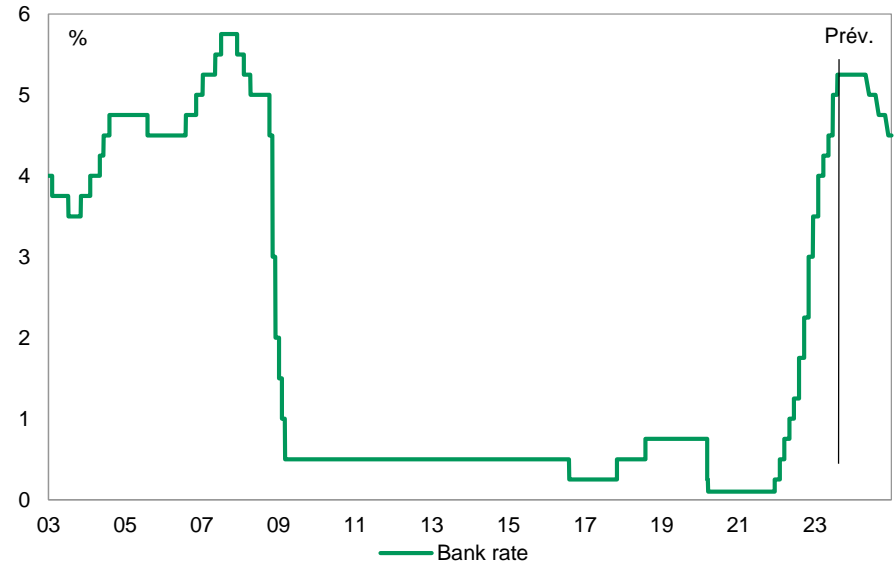
Prévisions d'inflation CPI de la BoE :
la cible sera atteinte à moyen terme



Sources : BoE monetary policy report d'août, Crédit Agricole SA/ECO

Notre scénario central pour l'économie britannique est compatible avec le maintien du *statu quo* sur les taux dans les prochains mois. En effet, nous anticipons une légère récession, comme décrit précédemment, et une chute rapide du taux d'inflation CPI, vers 4,5% en décembre 2023 et à 2,5% fin 2024 (respectivement, 5,6% et 2,8% pour le CPI sous-jacent). Par conséquent, notre scénario plaide en faveur d'une baisse de taux plus précoce qu'anticipé trois mois plus tôt : celle-ci devrait intervenir au mois de mai 2024. À l'issue de sa réunion du 2 novembre, la BoE devrait donc garder son taux directeur inchangé à 5,25%. Nous pensons qu'elle révisera à la baisse ses prévisions d'inflation en raison de la forte surprise à la baisse de l'inflation réalisée (totale et sous-jacente) en septembre. Cela pourrait être interprété comme un revirement *dovish* de la part des marchés. Pour éviter de paraître trop complaisante, la *forward guidance* devrait être

Taux directeur : pic à 5,25% et baisse graduelle
à partir de mai 2024



Sources : ONS, Crédit Agricole SA/ECO

laissée inchangée en novembre, laissant sur la table la possibilité de hausse de taux dans le futur : « le MPC continuera de surveiller de près les signes de persistance des pressions inflationnistes et la résistance de l'économie dans son ensemble, y compris les tensions des conditions de marché du travail et le comportement de la croissance des salaires et de l'inflation des prix des services ». En outre, les prévisions d'inflation centrales continueront sans doute d'être entourées d'un *skew* (coefficient d'asymétrie) positif, ce qui serait justifiable compte tenu des rythmes encore trop élevés de l'inflation et de la croissance des salaires, des conditions toujours tendues sur le marché du travail et des risques géopolitiques récents pesant sur le cours du pétrole. Le MPC restera par ailleurs divisé quant à la conduite de la politique monétaire (certains membres continuant de voter pour des hausses de taux).

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
27/10/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
26/10/2023	En Pologne, une victoire pour l'État de droit et pour l'Europe	PECO
26/10/2023	France – Scénario 2023-2024 : un redémarrage en douceur malgré les vents contraires	France
25/10/2023	France – Le climat des affaires n'est pas au beau fixe, quelles implications pour la croissance ?	France
24/10/2023	Espagne – Plan budgétaire 2024, vers un déficit public de 3%	Zone euro
20/10/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
19/10/2023	Open Banking, les entreprises en ont-elles pour leurs données ?	Fintech
19/10/2023	Afrique sub-saharienne – La croissance économique est revue à la baisse pour 2023	Afrique
18/10/2023	Hong Kong – L'éternelle question du "peg"	Asie
18/10/2023	Italie – Reprise de la production industrielle, un mirage ?	Italie
17/10/2023	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri-Agroalimentaire
16/10/2023	France – Les ménages et les entreprises modifient leur comportement face à l'inflation	France
16/10/2023	Parole de banques centrales – BCE : la science de la patience ou l'assurance contre le risque	Zone euro
16/10/2023	Scénario 2023-2024 – Inde : de la croissance, mais les vieux démons ne sont jamais loin	Asie
13/10/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
11/10/2023	L'Observatoire financier des entreprises agroalimentaires – Analyse financière des métiers du grain	Agri-Agroalimentaire
11/10/2023	Italie – La politique budgétaire à la croisée des chemins	Italie
10/10/2023	France – Le pays au top niveau à l'international en termes de PIB ressenti	France
09/10/2023	Égypte – L'inflation au plus haut envoie un signal macro-économique très négatif	Moyen-Orient – Afrique du Nord
06/10/2023	Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : un équilibre délicat	Monde
06/10/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
05/10/2023	France : une réduction du déficit peu ambitieuse basée sur des hypothèses optimistes	France
05/10/2023	Kenya – Un pays aux besoins élevés de financement extérieur	Afrique
04/10/2023	Malaisie – Saisir les opportunités de la recomposition des chaînes de valeur	Asie
04/10/2023	Fintech Outlook – 9 premiers mois de l'année 2023 : La longue marche !	Fintech

Slavena Nazarova

+33 1 43 23 21 40 📞

slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr



Achévé de rédiger le 30 octobre 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 :** Datalab ECO

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

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

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