



# ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2021-2023

## STAGFLATION ET RISQUE DE RÉCESSION

Avril 2022

**Slavena NAZAROVA**

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT  
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

# SOMMAIRE

## 1 | SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

## 2 FOCUS – EXPOSITION À LA GUERRE EN UKRAINE

## 3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## 4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

# SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

## LA HAUSSE DU COÛT DE LA VIE ET L'INCERTITUDE ENTRAÎNENT L'ÉCONOMIE EN STAGFLATION

### *Détérioration des prévisions économiques*

L'invasion russe de l'Ukraine a significativement détérioré les perspectives économiques mondiales. Economie relativement ouverte et importateur net de gaz et de pétrole, le Royaume-Uni sera négativement impacté par la crise. La hausse du coût de la vie pèsera sur la consommation des ménages. L'incertitude, l'envolée des coûts de production et le resserrement monétaire et financier affecteront l'investissement privé. Les exportations subiront un coup de frein. Nous avons donc révisé fortement nos prévisions : à la hausse pour l'inflation et le taux de chômage, à la baisse pour la croissance. Nous tablons sur une croissance nulle en moyenne aux deuxième et troisième trimestres, accompagnée d'une forte accélération de l'inflation au-delà de 8% au printemps.

### *L'arrêt des restrictions liées au Covid devrait garantir un premier trimestre encore relativement solide*

Pourtant l'année avait commencé sous de bons auspices. Le PIB a crû fortement en janvier et les enquêtes PMI à fin du mois de mars signalaient une accélération de l'activité et de l'emploi. En revanche, l'invasion russe en Ukraine est venue briser l'optimisme du secteur privé. Déjà fragile en raison des tensions inflationnistes et des problèmes pesant sur les chaînes de production mondiales depuis un an, l'optimisme des entreprises, selon l'indice PMI composite, a chuté à son plus bas niveau depuis octobre 2020.

### *De fortes révisions à la hausse des prévisions d'inflation*

La guerre en Ukraine aura un impact élevé sur l'inflation *via* la hausse des prix de l'énergie et des matières premières et l'aggravation des tensions sur les chaînes de production mondiales. Or, l'environnement domestique est déjà inflationniste en raison des tensions sur le marché du travail, où les salaires nominaux sont attendus en hausse de près de 5% cette année. Après avoir atteint 7% en mars, l'inflation devrait dépasser 8% aux deuxième et troisième trimestres, soit une augmentation de plus de

2 points de pourcentage par rapport à nos prévisions de janvier. Une nouvelle poussée de l'inflation aura lieu en octobre prochain (à 8,6% sur un an), lorsque Ofgem (régulateur pour les marchés du gaz et de l'électricité) devra procéder à une hausse supplémentaire de ses plafonds de prix en fonction de l'évolution des *futures* du gaz sur les marchés financiers. Les risques entourant ces prévisions sont significatifs et restent orientés à la hausse.

### *Anticipation d'une baisse historique du pouvoir d'achat*

L'augmentation du coût de la vie sera donc le principal impact de l'invasion russe en Ukraine sur l'économie britannique. Selon l'indice Gfk, en réponse à la baisse des revenus disponibles réels, la confiance des ménages a d'ores et déjà baissé pour atteindre son plus bas niveau depuis novembre 2020. Prévue à -2% en moyenne en 2022 avant la guerre, la baisse du revenu réel des ménages pourrait atteindre -4%. À la baisse du pouvoir d'achat s'ajoute l'impact redouté de l'incertitude sur les comportements d'épargne et d'investissement du secteur privé. Les ménages, de manière agrégée et pour ceux qui le peuvent, devront puiser dans l'épargne accumulée pendant la pandémie et/ou avoir recours au crédit pour soutenir leur consommation. Les entreprises vont sans doute reporter des projets d'investissement en attendant une meilleure visibilité.

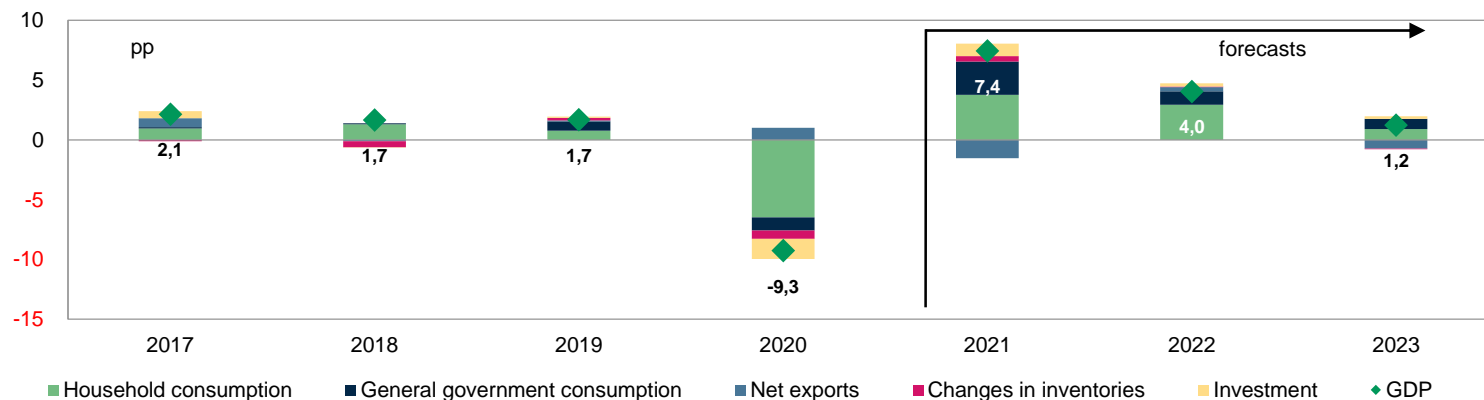
### *La BoE devient plus « dovish »*

En mars, la BoE a augmenté son taux directeur à 0,75% mais a modifié sa *forward guidance* : la banque centrale ne considère plus que des hausses de taux dans les prochains mois sont probables, mais possibles, signalant ainsi que celle du mois de mars pourrait être la dernière. Par ailleurs, le résultat des votes a révélé qu'un membre du MPC avait préféré le *statu quo* sur les taux et avait voté contre la hausse de taux de 25 points de base. Notre scénario retient un resserrement plus graduel dans les prochains mois avec seulement deux hausses supplémentaires (une par trimestre), en mai et en août, de 25 points de base chacune. Le taux directeur atteindra ainsi 1,25% au mois d'août cette année.

# 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	4,0	1,2	-1,2	5,6	0,9	1,3	1,2	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
consommation privée	6,2	4,9	1,5	-3,4	8,5	2,6	0,5	0,8	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5
consommation publique	14,3	5,4	4,1	1,0	8,5	-0,6	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
investissement	5,9	1,6	1,2	-0,9	1,7	0,4	1,1	1,2	-1,0	-1,0	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5
variations de stocks*	0,4	0,1	-0,1	-0,8	-0,8	1,0	-0,1	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
exportations nettes*	-1,5	0,3	-0,7	1,6	0,6	-2,4	1,7	0,3	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Taux de chômage	4,4	4,0	4,2	4,8	4,6	4,2	3,9	3,7	4,0	4,1	4,2	4,2	4,1	4,2	4,1
Inflation (CPI, a/a%)	2,6	7,8	4,3	0,6	2,0	2,8	4,9	6,2	8,4	8,5	8,2	7,3	4,6	3,5	2,1
CPI sous-jacent (a/a%)	2,4	6,1	3,9	1,2	1,8	2,6	3,9	5,1	6,4	6,5	6,5	6,0	4,4	3,2	2,1
Compte courant (% PIB)	-2,6	-3,2	-4,0	-2,2	-2,0	-4,9	-1,2	na	na	na	na	na	na	na	na
Déficit public (% PIB)	-10,1	-5,0	-3,9	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Dette publique (% PIB)	103,0	104,0	104,7	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Taux directeur**	0,25	1,25	1,25	0,1	0,1	0,1	0,25	0,75	1,00	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Stock d'achats de gilts (£ mds)	875	838	803	875	875	875	875	847	847	838	838	838	838	803	803

\* Contributions à la croissance du PIB

\*\* Fin de période

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

# SOMMAIRE

## 1 SYNTHÈSE DU SCÉNARIO

## 2 FOCUS – EXPOSITION À LA GUERRE EN UKRAINE

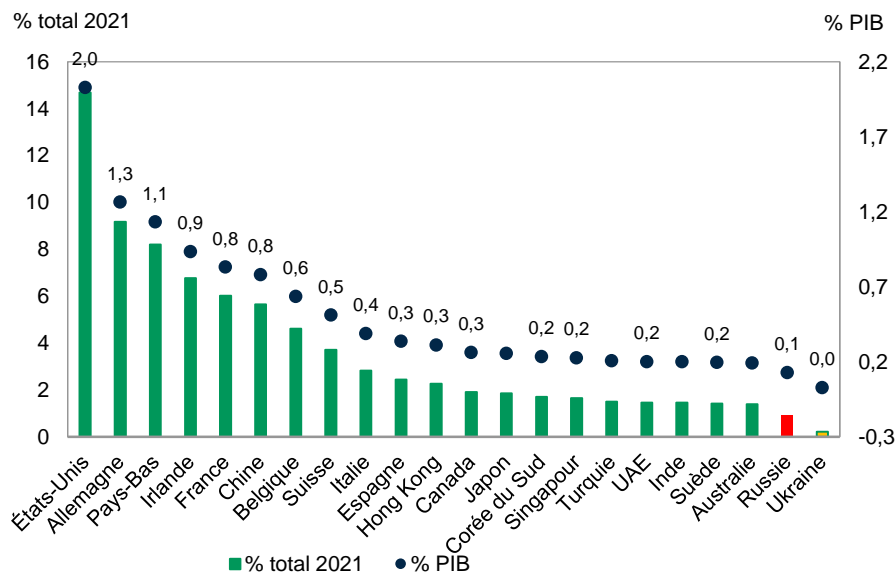
## 3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## 4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

# FOCUS – EXPOSITION À LA GUERRE EN UKRAINE

## LE ROYAUME-UNI EST FAIBLEMENT EXPOSÉ À LA RUSSIE ET À L'UKRAINE À TRAVERS LE COMMERCE DE BIENS

### Exportations de biens

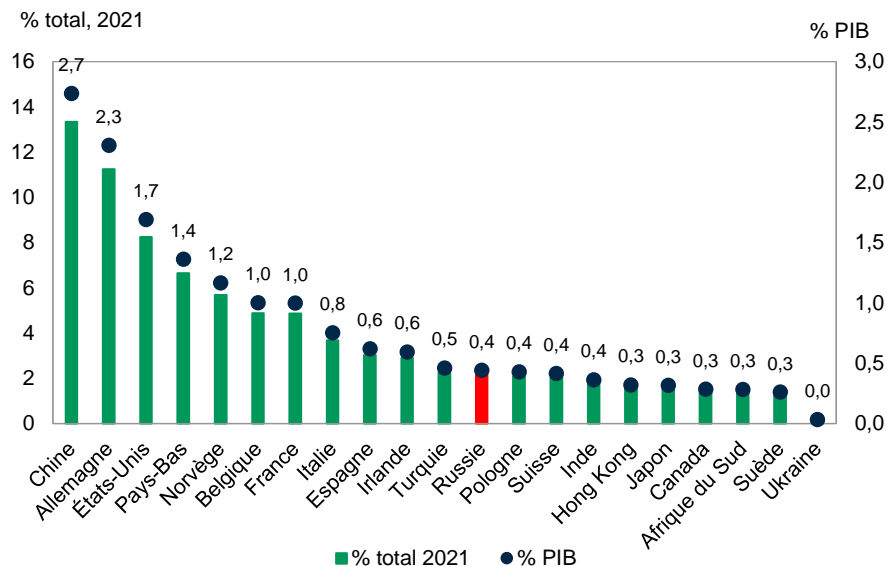


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le Royaume-Uni est un importateur net d'énergie. Les importations russes de pétrole représentent 8% de la demande totale du Royaume-Uni. Le Royaume-Uni a décidé d'éliminer progressivement ces importations en 2022, se laissant du temps pour ajuster les chaînes d'approvisionnement et protéger les consommateurs.

Le principal effet de l'invasion russe est un important choc inflationniste par le biais de la hausse des prix de l'énergie, des denrées alimentaires et des matières premières, et des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement

### Importations de biens



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

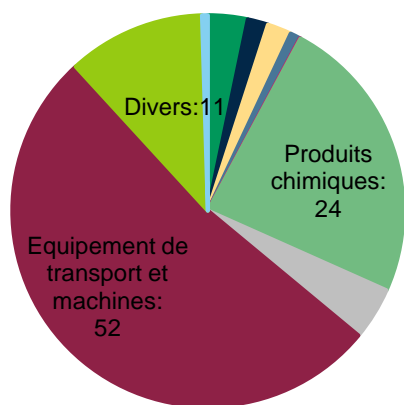
mondiales. L'invasion russe accentuera à la fois le pic d'inflation et l'impact négatif sur l'activité en accentuant la pression sur les revenus des ménages.

Parallèlement à l'incertitude persistante, cela pèsera sur la consommation privée et l'investissement des entreprises. Même avant l'invasion russe en Ukraine, l'économie britannique devait ralentir au cours de l'année pour atteindre des taux de croissance modérés, principalement en raison de la compression des revenus réels qui reflétait les augmentations antérieures des coûts de l'énergie et des biens échangeables.

# FOCUS – EXPOSITION À LA GUERRE EN UKRAINE

## COMMERCE AVEC LA RUSSIE

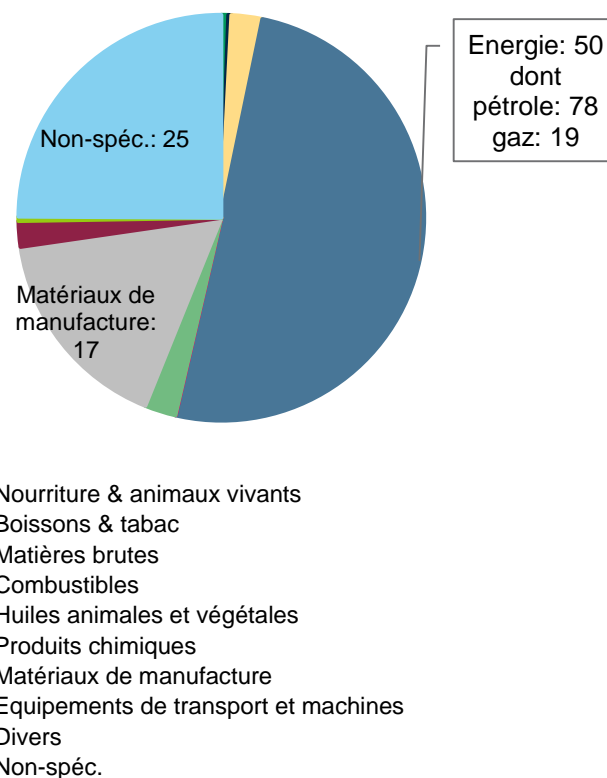
Exportations de biens vers la Russie,  
%, 2021



- Nourriture et animaux vivants
- Boissons & tabac
- Matières brutes
- Combustibles
- Huiles animales et végétales
- Produits chimiques
- Matériaux de manufacture
- Equipment de transport et machines
- Divers
- Non-spéc.

Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Importations de biens depuis la Russie,  
%, 2021



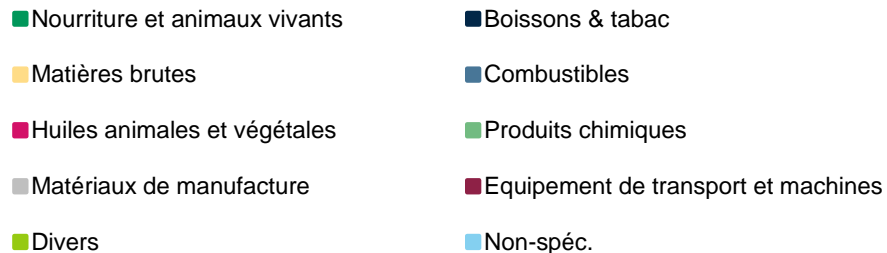
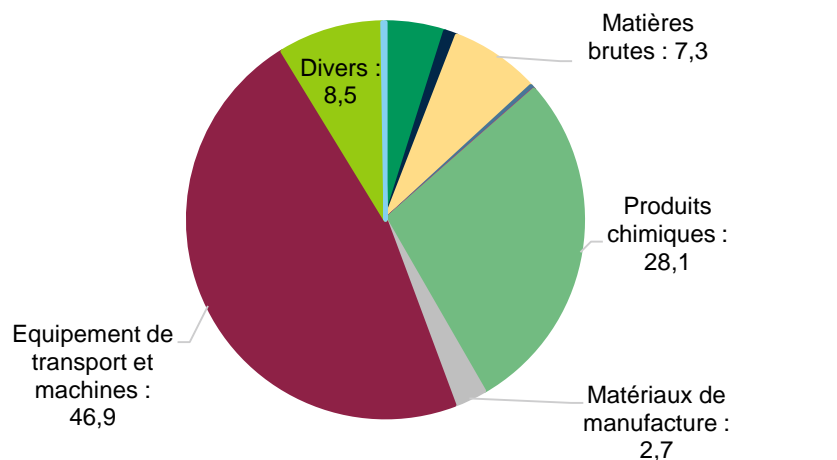
- Nourriture & animaux vivants
- Boissons & tabac
- Matières brutes
- Combustibles
- Huiles animales et végétales
- Produits chimiques
- Matériaux de manufacture
- Equipements de transport et machines
- Divers
- Non-spéc.

Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

# FOCUS – EXPOSITION À LA GUERRE EN UKRAINE

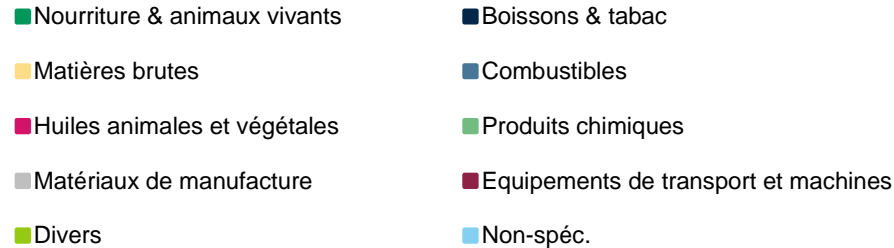
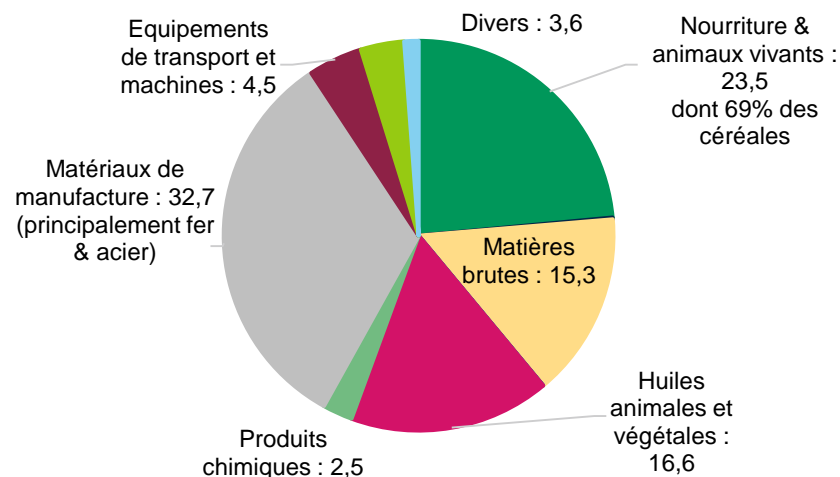
## COMMERCE AVEC L'UKRAINE

**Exportations vers l'Ukraine**  
%, 2021



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

**Importations depuis l'Ukraine**  
%, 2021



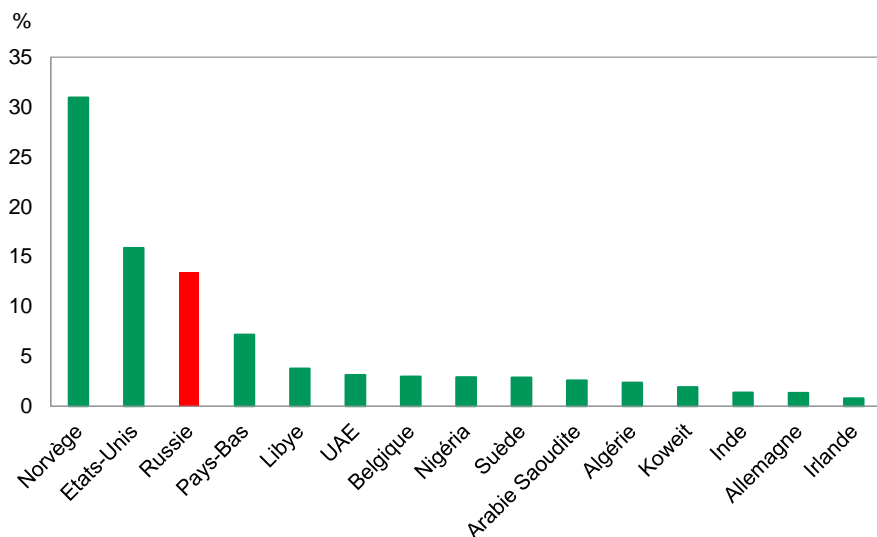
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO



# FOCUS – EXPOSITION À LA GUERRE EN UKRAINE

## IMPORTATIONS DE PÉTROLE ET DE GAZ NATUREL

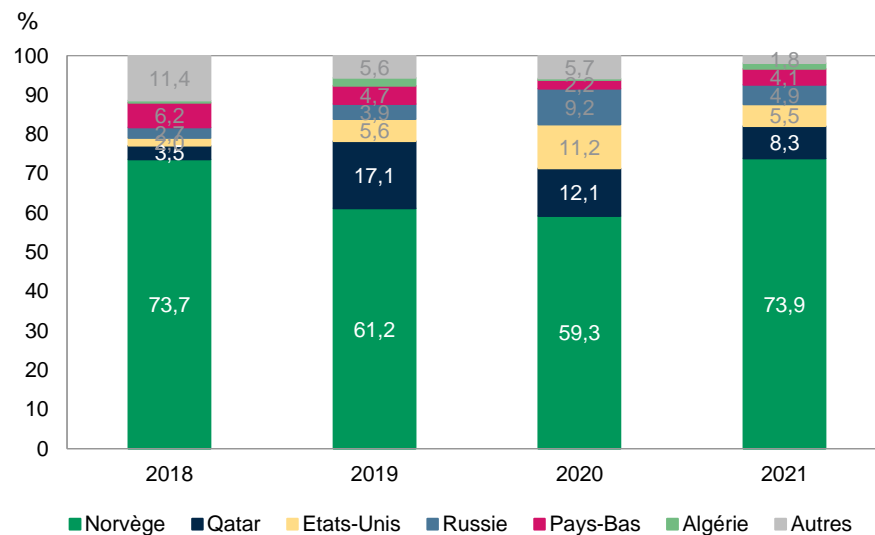
### Importations de pétrole, 2021



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le Royaume-Uni est un important producteur de pétrole brut et de produits pétroliers. Ainsi, plus des deux tiers du carburant routier britannique proviennent de la production nationale. Mais sa production n'est pas suffisante pour couvrir l'intégralité des besoins de l'économie. Le Royaume-Uni importe du pétrole d'un large éventail de fournisseurs, notamment de la

### Importations de gaz naturel

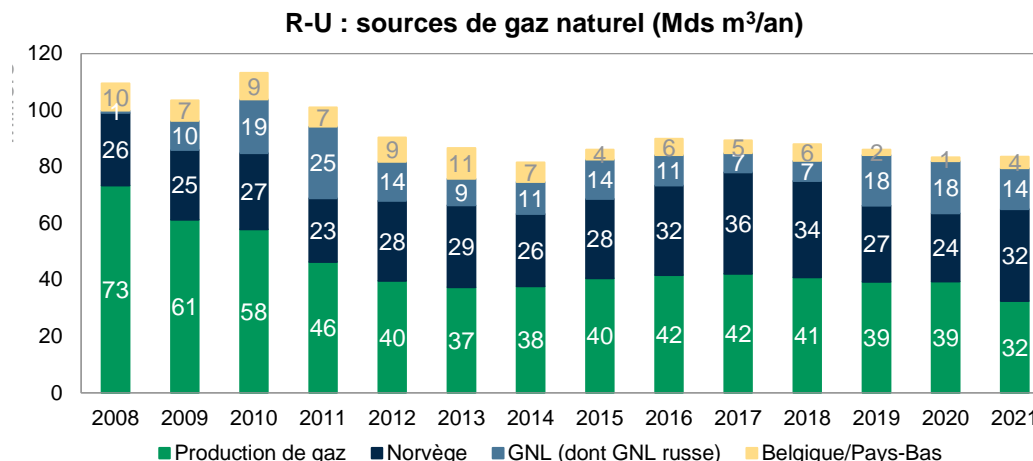


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Norvège et des États-Unis (la Russie occupant la troisième place avec 13% des importations de pétrole). Près des trois-quarts des importations de gaz naturel viennent de la Norvège et seules 5% de la Russie sous la forme de gaz naturel liquéfié. Les importations russes de pétrole représentent 8% de la demande totale du Royaume-Uni.

# FOCUS – EXPOSITION À LA GUERRE EN UKRAINE

## QUEL DEGRÉ DE DÉPENDANCE DU GAZ NATUREL RUSSE ?



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La demande de gaz au Royaume-Uni était généralement stable à environ 80 milliards de m<sup>3</sup> par an. Le gaz naturel est largement utilisé pour la production d'électricité, pour le chauffage des locaux dans les secteurs résidentiel et commercial et dans l'industrie lourde. Le gaz est utilisé pour le chauffage des locaux par 80% des ménages britanniques. Cela rend le Royaume-Uni très vulnérable aux pénuries d'approvisionnement ou aux flambées de prix pendant l'hiver.

**Pour répondre à cette demande, le Royaume-Uni bénéficie de sa propre production et de ses connexions par pipeline avec la Norvège, qui est le plus grand fournisseur externe du Royaume-Uni.** Cependant, la production de gaz au Royaume-Uni a diminué au fil du temps et continue de décliner progressivement. Elle ne pourra pas répondre à une éventuelle pénurie physique d'approvisionnements d'importation. Par ailleurs, la capacité d'importation de gaz norvégien est limitée car une part importante de cette production est exportée vers la France, la Belgique, les Pays-Bas et

l'Allemagne. La production norvégienne étant actuellement à sa capacité maximale, le Royaume-Uni ne pourrait recevoir plus de gaz de Norvège que si certains de ces volumes étaient détournés de l'Europe continentale.

**La dépendance du Royaume-Uni vis-à-vis de l'approvisionnement en gaz russe est limitée. Le Royaume-Uni n'a pas de connexion directe par gazoduc avec la Russie, et les importations de GNL en provenance de Russie sont passées de pratiquement zéro en 2017 à 5% de l'approvisionnement en gaz du Royaume-Uni en 2021.** Cependant, toute interruption des livraisons de gaz par gazoduc russe au marché européen entraînerait inévitablement des hausses des prix sur les marchés européens. Les décisions de nombreux pays européens de s'affranchir à terme du gaz naturel russe pourrait affecter la dynamique des mouvements de *pipelines* à la fois entre le Royaume-Uni et la Norvège et entre le Royaume-Uni et l'Europe continentale, tout en influant simultanément sur la dynamique des importations de GNL en Europe.

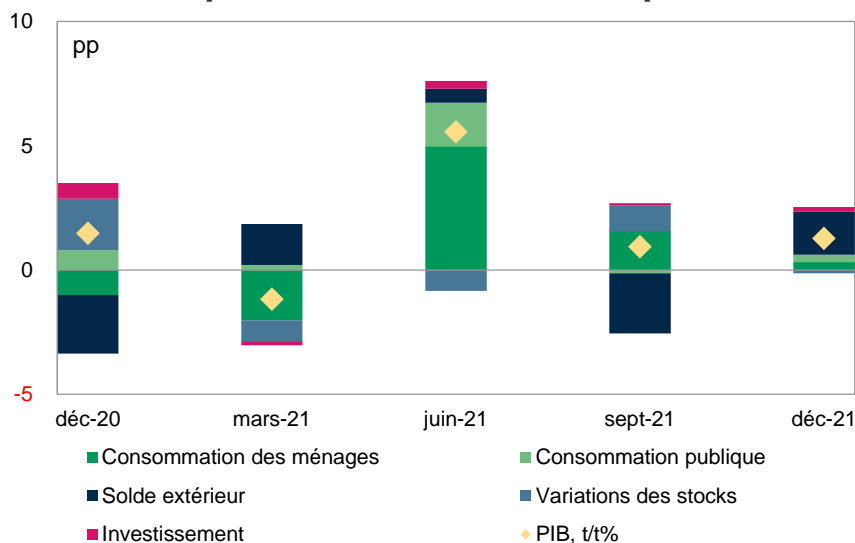
# SOMMAIRE

- 1 SYNTHÈSE DU SCÉNARIO
- 2 FOCUS – EXPOSITION À LA GUERRE EN UKRAINE
- 3 | DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES
- 4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## CROISSANCE SOLIDE AU T4, MAIS LA CONSOMMATION DES MÉNAGES RALENTIT FORTEMENT

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

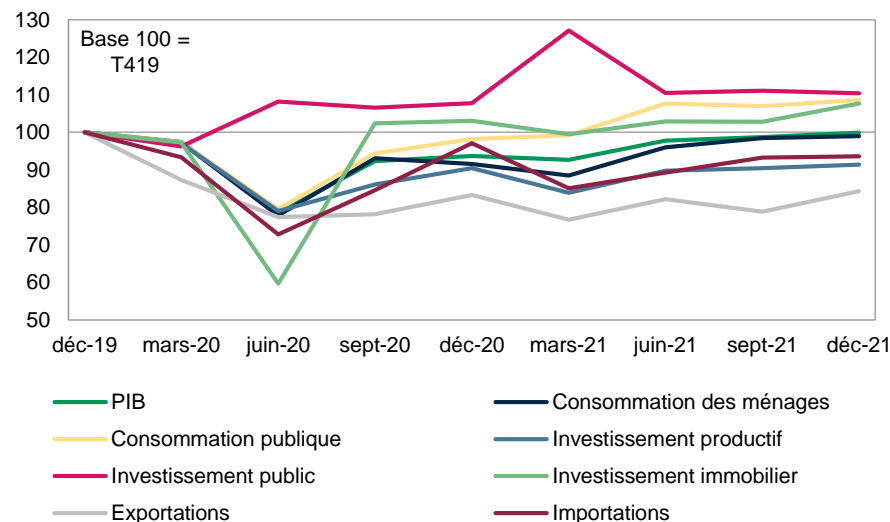


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'activité a progressé de 1,3% au quatrième trimestre 2021, chiffre revu à la hausse après une estimation initiale de 1% de l'ONS en raison de révisions dans les secteurs des services. Le PIB a légèrement accéléré par rapport au troisième trimestre lorsqu'il a crû de 0,9%. Sur l'ensemble de l'année 2021 le PIB a augmenté de 7,4% en moyenne annuelle.

C'est le commerce extérieur qui explique l'essentiel de la croissance au quatrième trimestre, y ayant contribué pour 1,7 point de pourcentage. Les exportations enregistrent un rebond vigoureux (+6,9%) tandis que les importations sont quasi stables (+0,3%). Côté demande intérieure en revanche, on observe un fort ralentissement de la consommation privée qui n'augmente que de 0,5% après +2,6% au troisième trimestre. Des baisses des dépenses de biens et services aux ménages, de produits alimentaires, d'alcool et de tabac

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



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

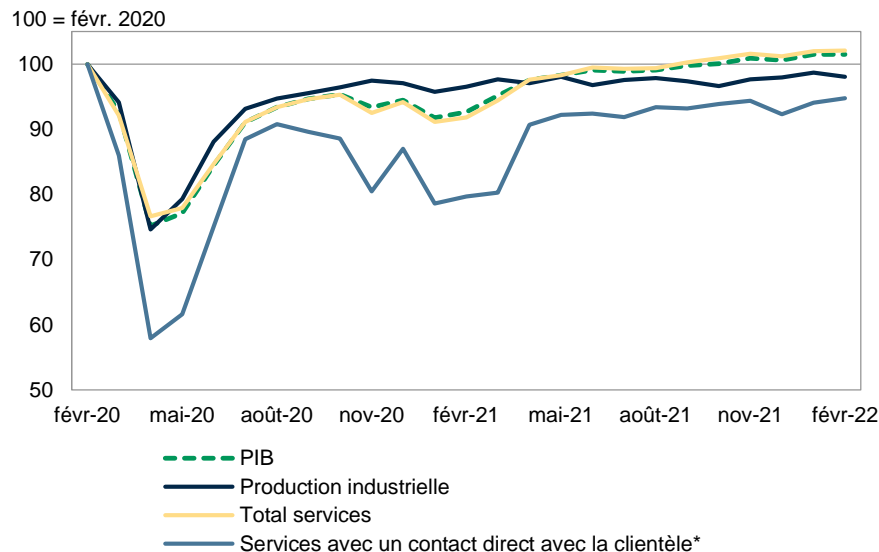
ont compensé une reprise dans le transport, le tourisme et les dépenses vestimentaires. La consommation des ménages demeure 1% sous son niveau d'avant-crise, plombée par les dépenses en transport (-15% sous leur niveau d'avant-crise).

L'investissement productif surprend favorablement avec un rebond de 1% sur le trimestre et après deux trimestres consécutifs de hausse. Ce rebond reflète des dépenses d'investissement plus élevées en véhicules de transport. L'investissement immobilier augmente de 4,7% sur le trimestre, tandis que l'investissement public se replie légèrement (-0,6%). L'investissement productif demeure toutefois très en-dessous de son niveau d'avant-crise (de 8,6%), tandis que l'investissement public et l'investissement immobilier se situent de 10,4% et 7,6% respectivement au-dessus de leur niveau du T4 2019.

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## L'ACTIVITÉ STAGNE EN FÉVRIER

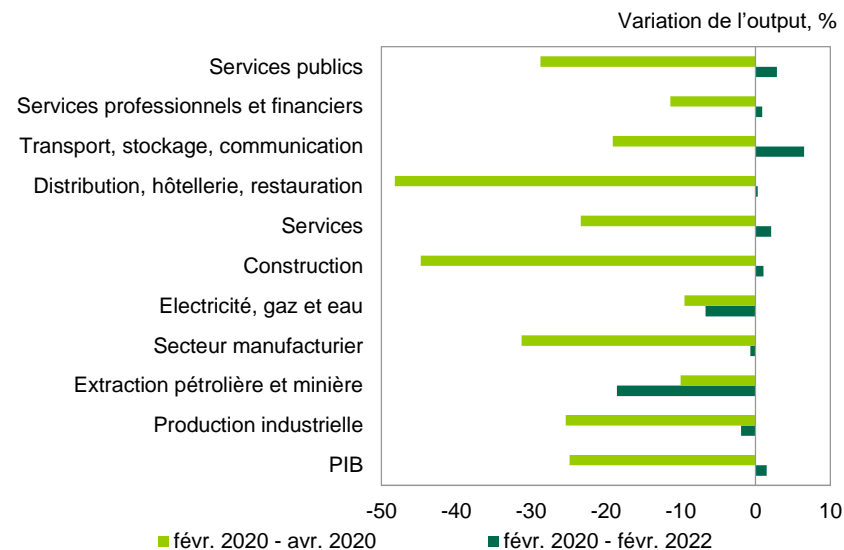
### Évolution du PIB depuis la pandémie



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

Après un mois de janvier prometteur (le PIB avait rebondi de 0,8% sur le mois, malgré la vague Omicron), l'activité a été quasi stable en février (+0,1%). Une baisse de 0,6% de la production industrielle et de 0,1% dans la construction annulent le très léger rebond enregistré dans les services (+0,2%). Au sein de la production industrielle, les quatre grands secteurs enregistrent des baisses de l'activité, le secteur manufacturier (-0,4% sur le mois), étant le principal contributeur négatif. Dans les services, la croissance a été portée par une forte hausse de l'activité hôtelière et de la restauration grâce à l'apaisement de la vague Omicron qui a sévi en décembre et janvier. Les activités de service qui demandent un contact direct avec le public (commerce de détail, restauration, voyages et transports, divertissement et loisirs) rebondissent de 0,7% sur le mois, grâce notamment à une envolée des activités des agences de tourisme

### Récession de 2020 et rebonds sectoriels



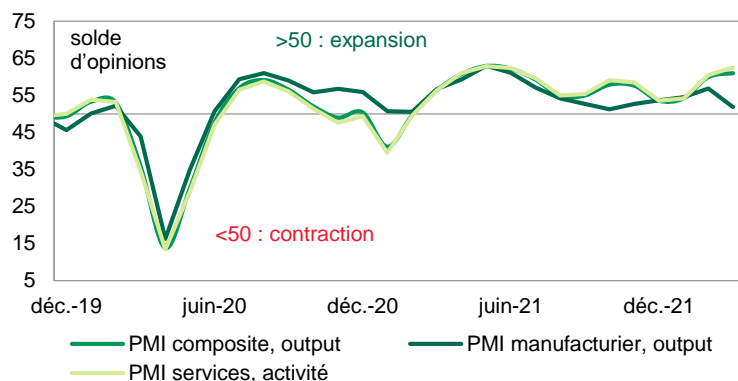
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

(+33% sur le mois), partiellement compensées par une baisse du commerce de gros et de détail. Deux ans après le début de la pandémie, les services se situent 2,1% au-dessus de leur niveau-pré-pandémie, la plus forte contribution à ce rebond étant apportée par les activités sociales et de santé qui ont crû de près de 10% depuis février 2020. Les activités de service qui demandent un contact direct avec le public restent de 5,2% en-dessous de leur niveau pré-crise. Au total, le PIB se situe de 1,5% au-dessus de son niveau pré-pandémie (février 2020), selon la mesure mensuelle. La performance décevante de l'activité en février crée un acquis de croissance moins fort que prévu pour la variation trimestrielle du PIB au T1 (+1% en supposant une activité stable en mars). Des risques baissiers dans un contexte de guerre en Ukraine entourent donc notre prévision de 1,2% de croissance pour le premier trimestre.

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

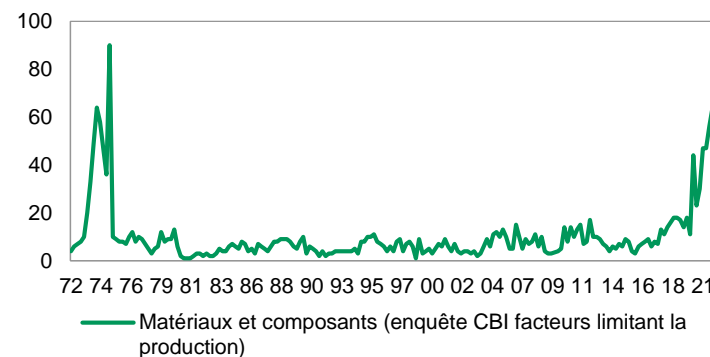
## ENQUÊTES AUPRÈS DES ENTREPRISES : LES CONTRAINTES D'OFFRE S'AGGRAVENT

### Enquêtes PMI : l'industrie en nette perte de vitesse



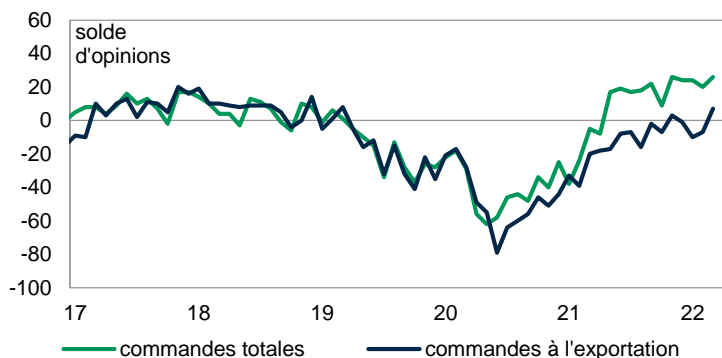
Sources : IHS Markit, Crédit Agricole SA / ECO

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



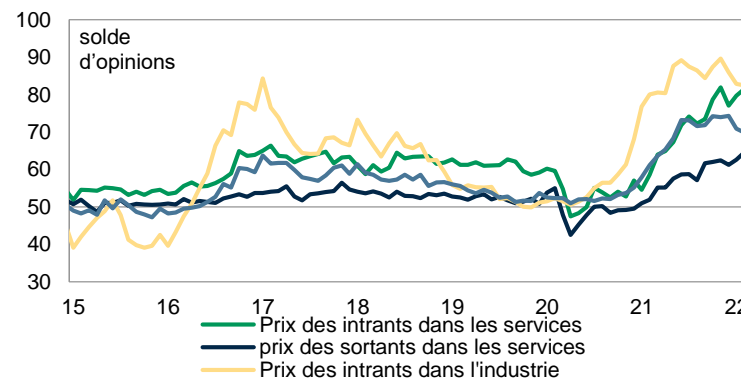
Sources : CBI, Crédit Agricole SA / ECO

### Des carnets de commandes toujours bien garnis



Sources : CBI, Crédit Agricole SA / ECO

### Composantes « prix » des indices PMI : accélération de l'inflation

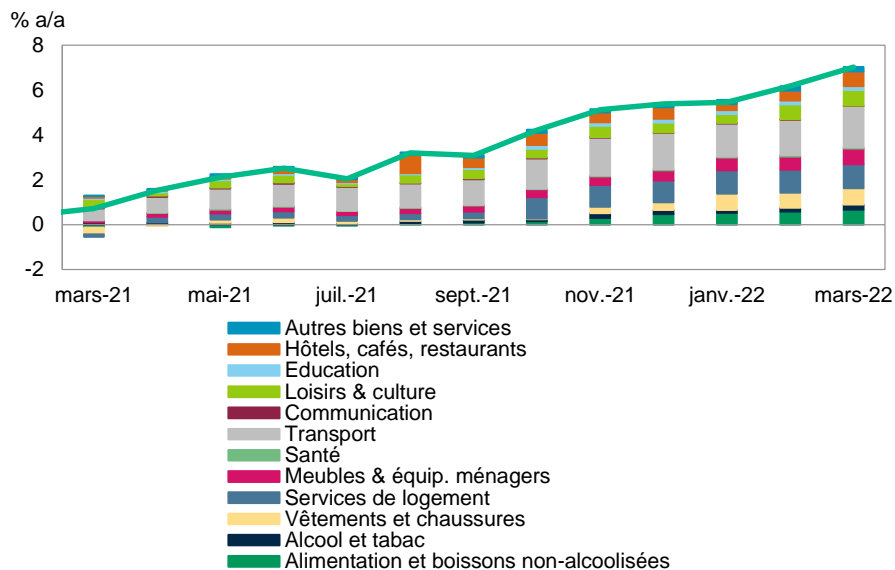


Sources : IHS Markit, Crédit Agricole SA / ECO

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## L'INFLATION, PLUS FORTE, PLUS ÉTENDUE

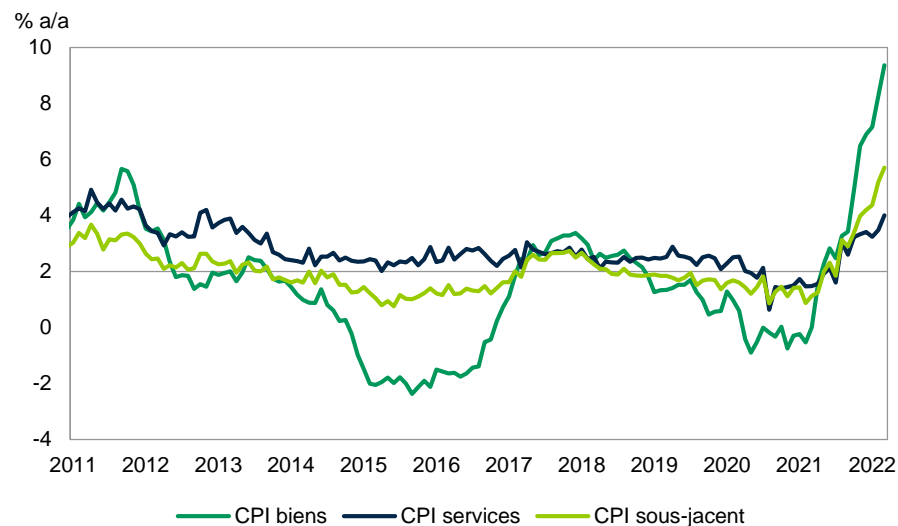
### L'inflation CPI a atteint 7% sur un an en avril



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'inflation CPI a atteint 7% sur un an en mars après 6,2% en février. L'inflation sous-jacente (CPI hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac) a grimpé à 5,7% après 5,2% en février, des résultats qui ont de nouveau dépassé les anticipations. Les deux indices enregistrent de fortes hausses mensuelles, de 1,1% et 0,9% respectivement, et largement supérieures aux moyennes historiques. Si quasiment la majorité des composantes contribue positivement à la variation du taux d'inflation au mois de mars (0,8 point de pourcentage), c'est toujours la composante transport qui y contribue le plus (pour 0,26 point de pourcentage) en raison de la hausse des prix du carburant. En effet, le prix de l'essence a augmenté de 12,6 pence le litre entre février et mars (contre 3,5 pence à la même période de l'année dernière), ce qui

### L'inflation sous-jacente augmente à 5,7%



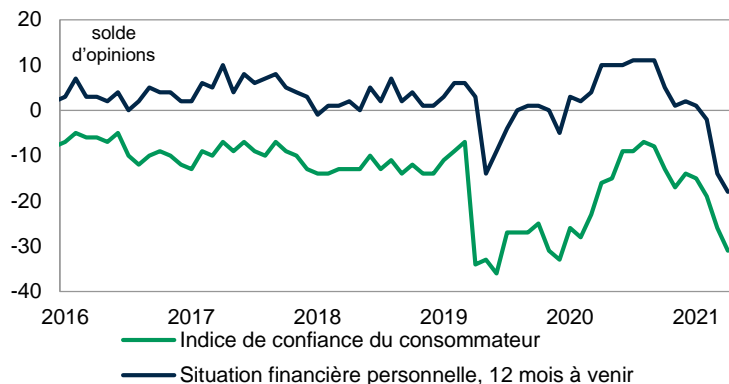
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

constitue la plus forte hausse mensuelle depuis 1990 (selon l'ONS). La hausse des prix d'énergie n'est pas restée sans impact sur les services aux ménages où le prix du kérosène utilisé pour le chauffage enregistre un bond de 44% sur le mois. Une autre composante qui a contribué fortement à la hausse de l'inflation en mars (pour 0,22 point de pourcentage) est celle des restaurants et des hôtels. Les prix y ont augmenté de 2% sur le mois, soit leur plus forte hausse pour un mois de mars depuis le début de la série en 1988. Cela est dû principalement à la hausse des prix des boissons alcoolisées et à celle des prix dans l'hôtellerie. Enfin, d'autres secteurs ayant soutenu l'inflation sont les biens d'équipements mobiliers et l'alimentation.

# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

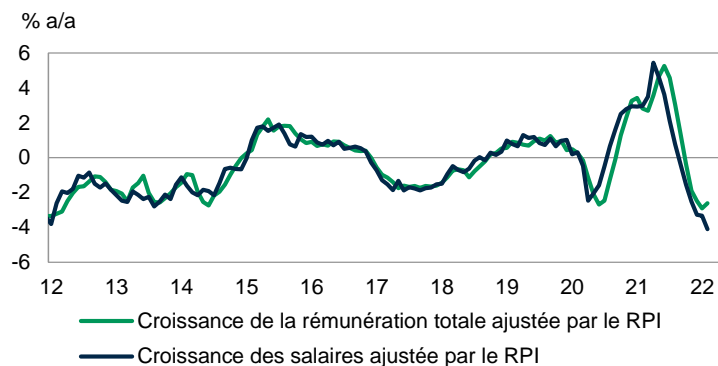
## LA BAISSÉ DU POUVOIR D'ACHAT PLOMBE LE MORAL DU CONSOMMATEUR

### La confiance du consommateur en chute libre



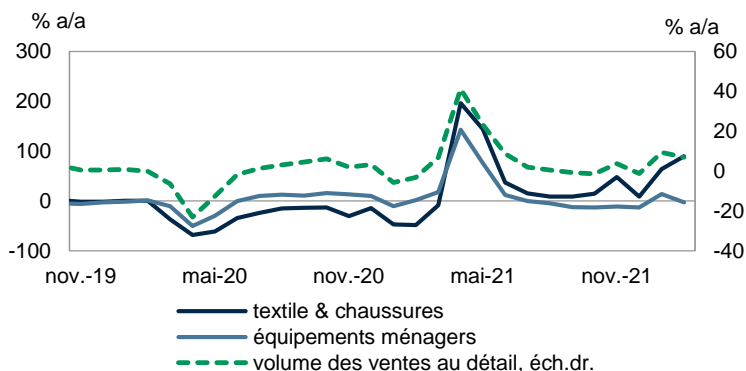
Sources : GfK, Crédit Agricole SA / ECO

### La baisse des revenus réels s'intensifie sous la pression inflationniste



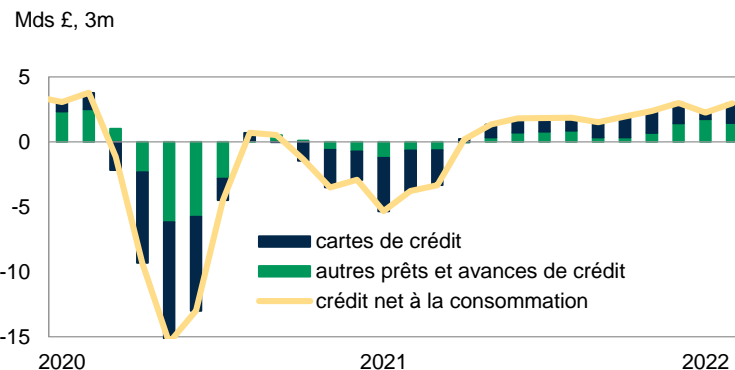
Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

### Ventes au détail encore relativement soutenues



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

### Les consommateurs ont recours au crédit pour soutenir leur consommation



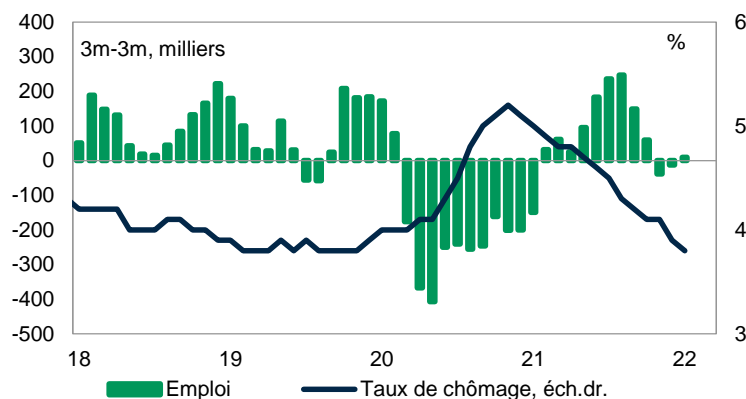
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO



# DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

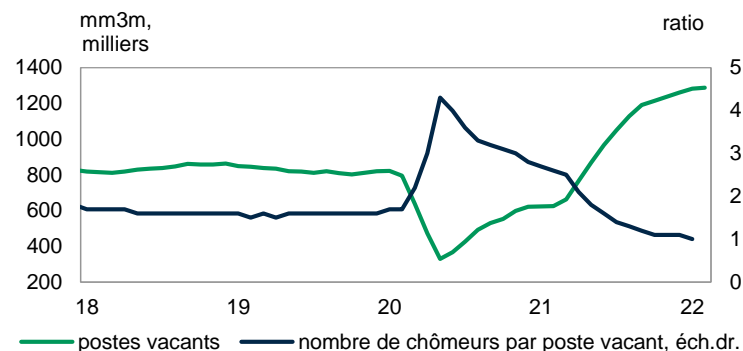
## LE MARCHÉ DU TRAVAIL RESTE TRÈS TENDU

**Le taux de chômage atteint son niveau de pré-crise mais l'emploi faiblit**



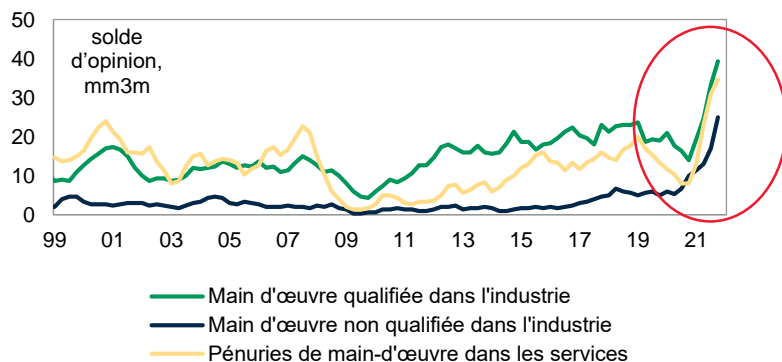
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

**Le nombre de postes vacants ralentit légèrement**



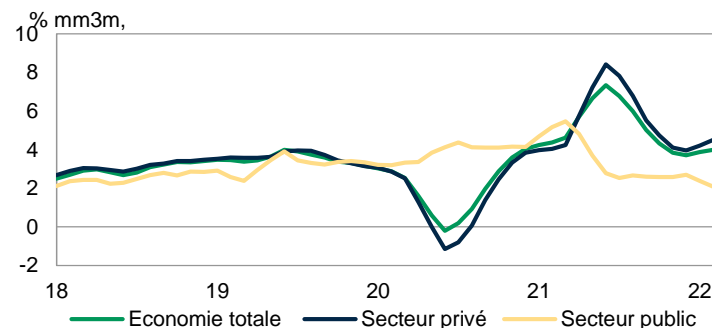
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

**Rareté de la main d'œuvre**



Sources : CBI, Crédit Agricole SA / ECO

**La croissance des salaires repart à la hausse dans le privé**



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

# SOMMAIRE

- 1 SYNTHÈSE DU SCÉNARIO
- 2 FOCUS – EXPOSITION À LA GUERRE EN UKRAINE
- 3 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES
- 4 | LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

## NET RALENTISSEMENT ET RISQUES BAISSIERS

**La hausse du coût de la vie aura un impact sévère sur la consommation des ménages.** Nous anticipons une baisse du revenu disponible réel de 3,5% en moyenne cette année (avec un pic à -4% sur un an au T3) en raison de l'envolée de l'inflation, de l'alourdissement de la fiscalité et de la correction des actifs financiers risqués. Normalement, une telle chute des revenus réels devrait conduire à une baisse de la consommation des ménages et à une récession de l'activité. Le coussin d'épargne constitué pendant la pandémie devrait néanmoins permettre à la consommation des ménages de résister de manière agrégée et nous anticipons une croissance proche mais légèrement supérieure à zéro de la consommation des ménages. En moyenne annuelle, la consommation des ménages croîtrait de 4,9% en 2022 et de 1,5% en 2023, après 6,2% en 2021, restant le principal contributeur à la croissance du PIB.

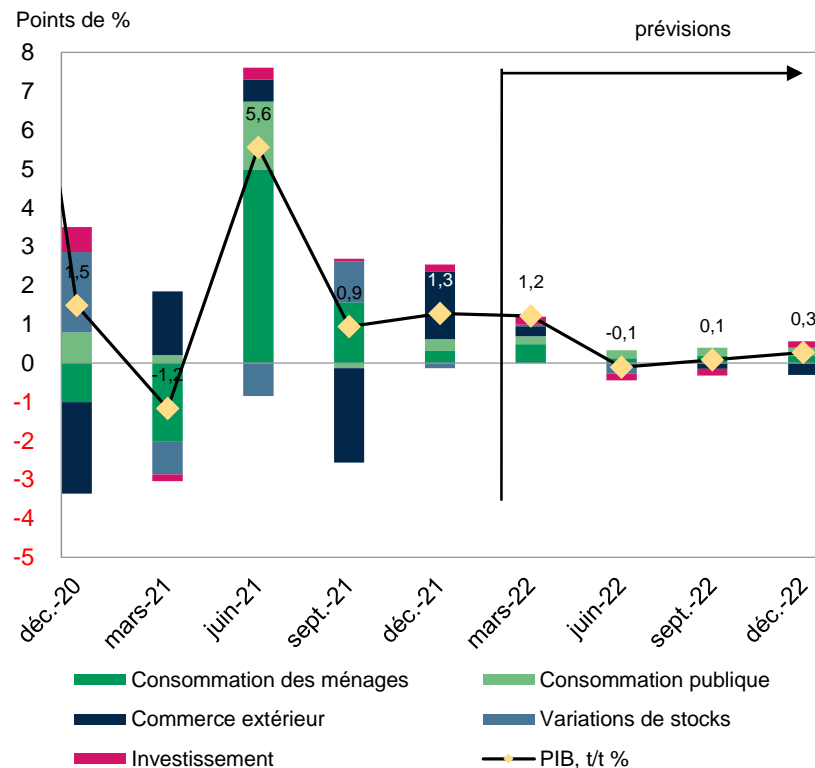
**L'investissement devrait se contracter à nouveau.** La hausse des incertitudes, des coûts de production, le resserrement des conditions financières, les pénuries de matériaux et de main-d'œuvre et le ralentissement de la demande domestique et mondiale devraient peser sur l'investissement productif, le laissant très en-dessous de son niveau d'avant-crise. Nous anticipons un ralentissement de l'investissement productif en 2022, suivi par une faible reprise en 2023.

**Des distorsions liées au « jubilé de platine » de la reine Elisabeth II en juin.** Les Britanniques auront un jour férié supplémentaire en lien avec les célébrations du jubilé, ce qui est susceptible de peser fortement sur la croissance au T2. En juin 2002 et en 2012, le PIB avait baissé de 2,2% et de 1,7% respectivement sur les mois de juin.

**Policy mix restrictif.** La BoE devrait continuer de normaliser sa politique monétaire avec deux hausses de taux supplémentaires anticipées pour cette année (en mai et en août). Le resserrement de la politique budgétaire devrait se poursuivre.

**Le risque d'une récession n'est pas à écarter.** La guerre en Ukraine est une source d'incertitude majeure dont l'impact pourrait s'avérer plus important que prévu. L'aggravation des pénuries et des perturbations des chaînes de production, pourrait impacter plus fortement qu'anticipé les secteurs industriels et de construction. Le resserrement des politiques monétaires des banques centrales pourraient provoquer un resserrement non souhaité des conditions financières et engendrer 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 ÉVOLUERAIT SUR UN PLATEAU AU-DESSUS DE 8% EN 2022

Après l'invasion russe en Ukraine, nous avons dû procéder à de nouvelles révisions à la hausse de nos prévisions d'inflation :

**1. Des révisions à la hausse des prévisions des cours du pétrole.** Notre expert du pétrole fait à présent l'hypothèse d'un cours du Brent évoluant autour de 110 dollars/baril d'ici le mois de juin avant une légère modération au cours de la seconde moitié de l'année et un recul à 100 dollars/baril au cours de la première moitié de 2023. En corollaire, nous avons révisé à la hausse l'inflation sur les services à forte intensité énergétique, tels que ceux du logement et du transport.

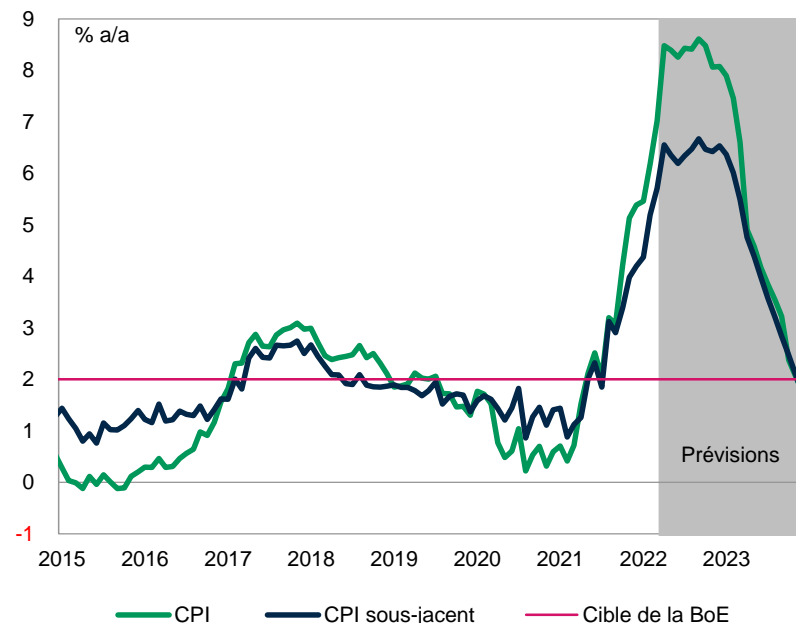
**2. Des hausses des tarifs de gaz et d'électricité par Ofgem, le régulateur britannique.** En plus de l'annonce en février dernier d'une augmentation de 54% des plafonds tarifaires de gaz et d'électricité pour avril, une nouvelle actualisation devrait avoir lieu en octobre prochain sur la base de l'évolution des cours de l'énergie sur les marchés sur les six mois à fin août. Nous faisons l'hypothèse d'une hausse des tarifs de 20% des plafonds tarifaires en octobre.

**3. Une plus forte inflation sur les biens industriels et les produits alimentaires.** En plus de l'énergie, l'invasion russe en Ukraine a provoqué une envolée des matières premières hors énergie notamment les métaux et les matières premières agricoles. Les tensions sur les chaînes de production et les perturbations dans le transport se sont en outre aggravées.

**4. Une plus forte inflation sous-jacente en raison de la solidité de la demande domestique et des tensions dans le marché du travail britannique.** L'inflation sous-jacente en variation mensuelle a été significativement plus élevée que sa moyenne historique au cours des derniers mois (de 0,3 à 0,5 point de pourcentage) et nous anticipons une inflation sous-jacente toujours anormalement élevée cette année avant un recul vers sa moyenne historique début 2023.

Après avoir atteint 7% au mois de mars, l'inflation CPI devrait grimper à 8,5% en avril. Elle devrait se maintenir autour de 8,5% pour la majeure partie de l'année, avec un autre pic à 8,6% à l'automne. L'inflation CPI terminerait l'année 2022 légèrement au-dessus de 8% et l'inflation à 6,5% sur un an.

### Inflation CPI



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

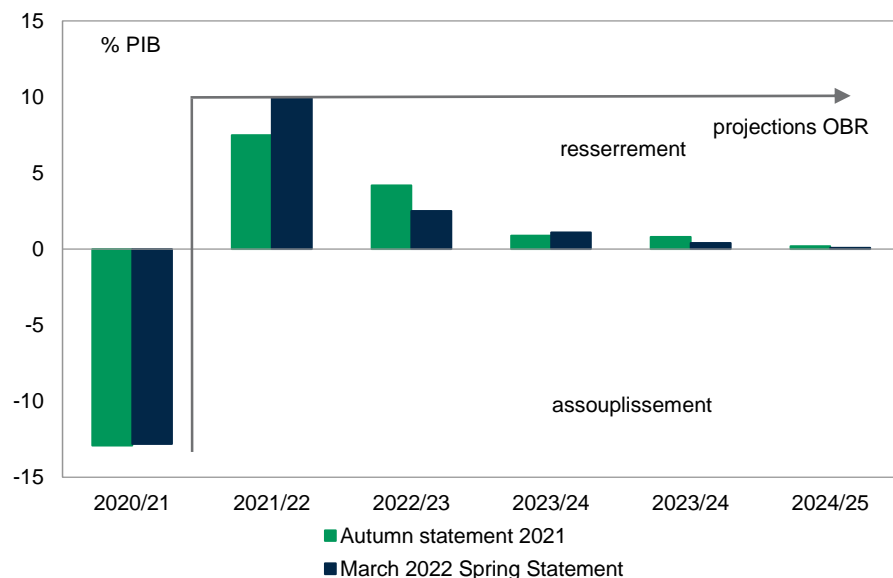
Pour 2023, nous continuons d'anticiper une nette modération de l'inflation en raison d'effets de base sur l'énergie redevenant favorables, d'une normalisation anticipée des tensions dans les chaînes de production et de pressions à la baisse sur l'inflation sous-jacente provoquées par l'affaiblissement anticipé de la demande. L'inflation CPI et l'inflation sous-jacente avoisineraient 2,1% au T4-2023, très proche donc de la cible de la BoE.

En raison des incertitudes liées à la guerre en Ukraine, les risques entourant les prévisions d'inflation sont orientés à la hausse.

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

## UNE POLITIQUE BUDGÉTAIRE RESTRICTIVE

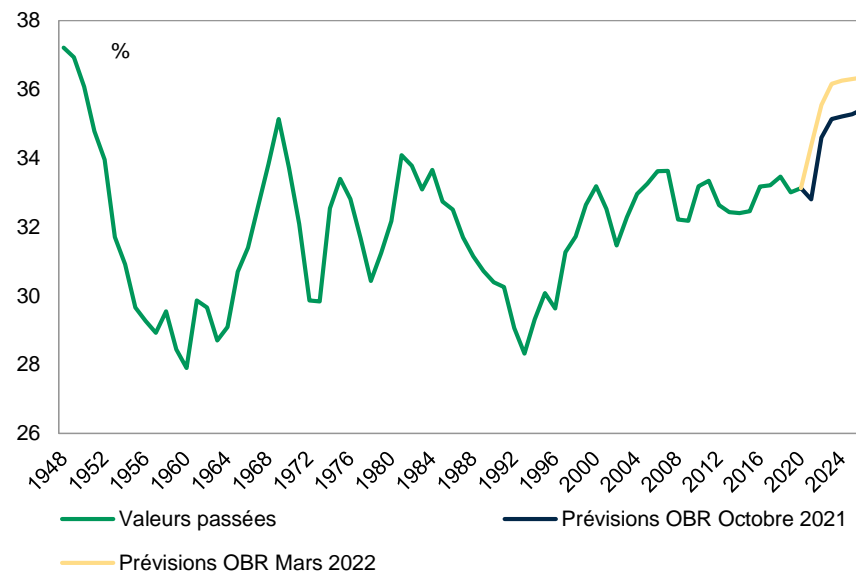
### Variation du solde structurel primaire : une impulsion budgétaire négative



Sources : OBR, Crédit Agricole SA / ECO

Sur fond de forte hausse du coût de la vie, le gouvernement a présenté, au mois de mars, des mesures budgétaires pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages, notamment un plan de soutien fiscal. Cet effort est en grande partie rendu possible par un meilleur état que prévu des finances publiques à la sortie de la pandémie, notamment des recettes fiscales plus fortes que prévu. Parmi les principales mesures figurent une baisse immédiate des taxes sur l'essence et le diesel de 5 pence par litre jusqu'à mars 2023, la hausse du seuil de prélèvement des cotisations sociales (*National Insurance Contributions*), de 9 880 à 12 570 livres en juillet 2022, la baisse de la TVA de 5% à 0% sur les installations permettant de réaliser des économies d'énergie, le doublement du Fonds de soutien aux ménages modestes des collectivités locales, la baisse d'un point (de 20% à 19%) du taux de base de l'impôt sur le revenu à partir d'avril 2024.

### Poids de la pression fiscale en hausse : (impôts et taxes / PIB)



Sources : OBR Economic and Fiscal Outlook March 2022

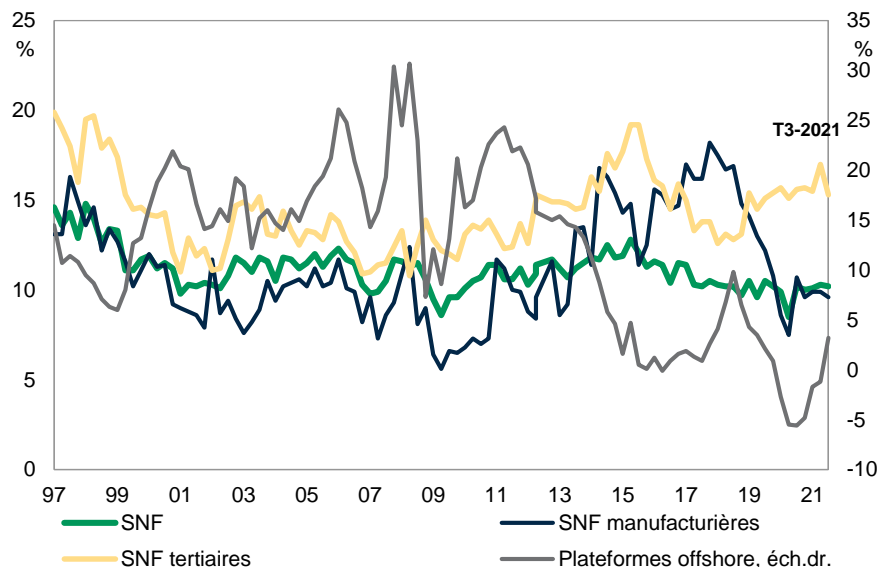
Selon l'OBR ce plan de soutien ne compensera qu'un tiers de la perte de revenus réels cette année et n'annulera qu'un sixième des hausses d'impôts annoncées par le chancelier au cours des deux dernières années. Le poids de la fiscalité continuera d'augmenter dans les prochaines années, en raison des mesures annoncées précédemment. Les recettes fiscales exprimées en pourcentage du PIB atteindront un plus haut depuis 1949, selon les prévisions de l'OBR.

Le Royaume-Uni reste sur la voie d'un assainissement budgétaire assez rapide, puisqu'il est prévu que son déficit budgétaire primaire structurel passe de 4% du PIB pour l'exercice budgétaire 2021-22 (qui s'est terminé en mars 2022) à 0% du PIB pour l'exercice 2023-2024.

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

## SANTÉ FINANCIÈRE DES SNF GLOBALEMENT RASSURANTE

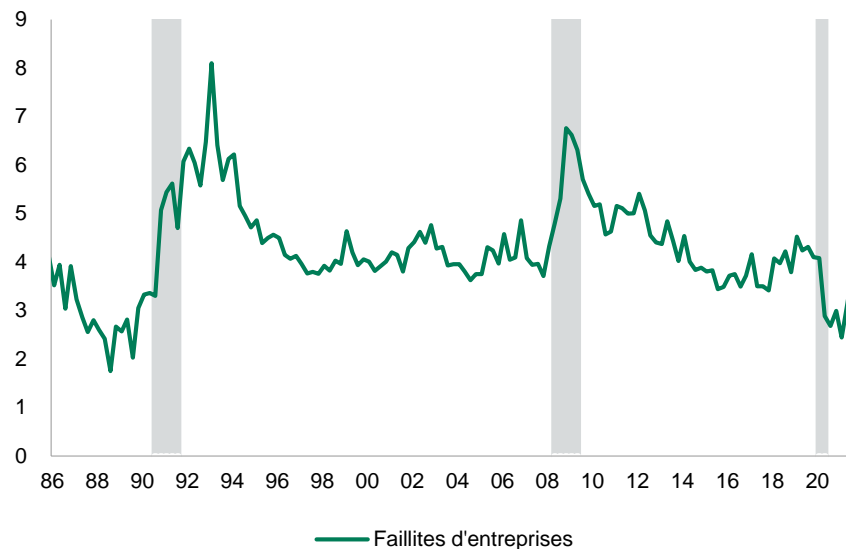
### Taux de rendement net du capital des SNF : une profitabilité toujours relativement solide



Sources : 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, ce qui suggère que l'investissement devrait résister aux vents contraires qui s'accumulent. La profitabilité des SNF a continué de s'améliorer progressivement sur les trois premiers trimestres de 2021 et au niveau agrégé est revenue à son niveau du T4-2019. Cela est confirmé par les chiffres meilleurs que prévu des recettes d'Etat provenant des prélèvements de taxes auprès des entreprises. Toutefois, la profitabilité reste détériorée dans le secteur manufacturier. Dans les prochains mois, la combinaison du ralentissement anticipé de la consommation des ménages et de la hausse

### Faillites d'entreprises : normalisation après le retrait des mesures de soutien



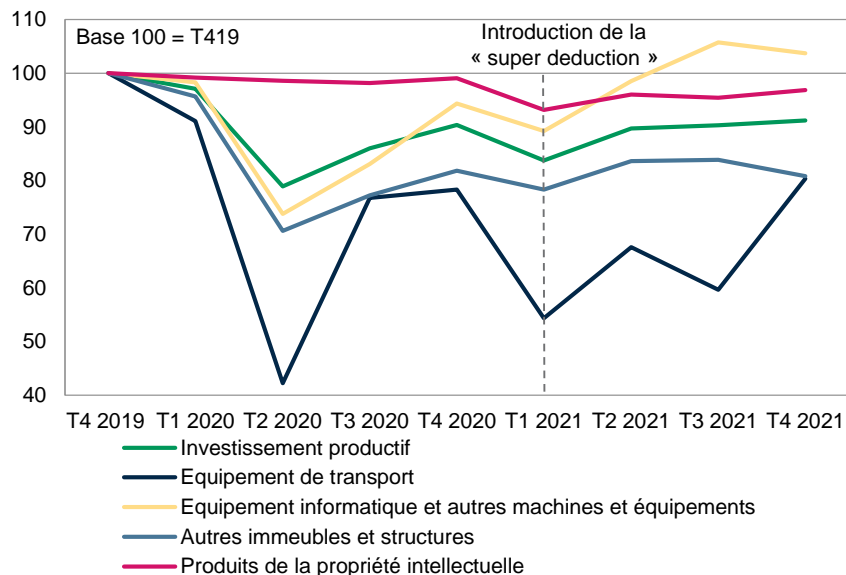
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

des coûts de production, y compris salariaux, 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, mais cela reflète un effet de rattrapage depuis des niveaux exceptionnellement bas au cours de la pandémie. Le coût du service de la dette reste abordable, selon la BoE. La hausse des taux d'intérêt en cours et à venir pose des risques pour les entreprises, en particulier les petites entreprises qui se financent auprès des banques. Selon l'OBR, le dispositif du gouvernement « Bounce Back Loans » protège les petites entreprises qui ont pu en grande partie emprunter à des taux bas fixes.

# LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

## INVESTISSEMENT : FACTEURS DE SOUTIEN ET VENTS CONTRAIRES

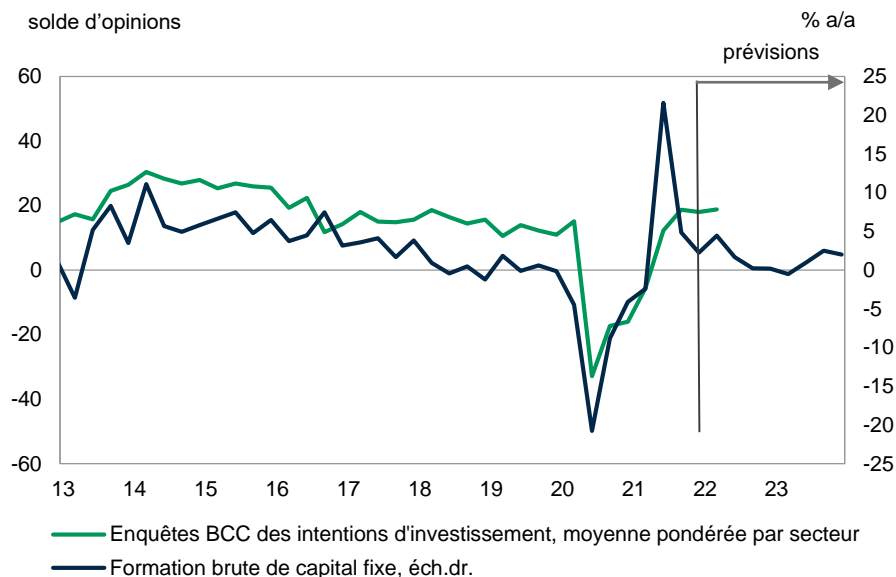
**L'investissement productif demeure très en-deçà de son niveau d'avant la pandémie**



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La guerre en Ukraine et son lot d'incertitudes se sont succédé à la crise sanitaire, détériorant à nouveau les perspectives d'investissement. Avant la guerre nous étions modérément optimistes concernant les perspectives de l'investissement productif. La fin de la pandémie suggérait la possibilité d'un fort potentiel de rebond que les enquêtes sur les intentions d'investissement et de confiance des entreprises avaient tendance à confirmer. Les incitations fiscales du gouvernement (« super deduction ») allaient y contribuer. En outre, l'ampleur de l'écart à combler par rapport aux niveaux d'avant-crise (au T4-2021 l'investissement productif restait encore inférieur de près de 9% à son niveau de fin 2019) nous conduisaient à anticiper un rebond en 2022, après une année de quasi-stabilité (hausse de seulement 0,8% en moyenne annuelle après une chute de 11,5% en 2020). Certains secteurs comme le matériel de transport et celui des autres bâtiments et structures affichent même un retard de près de 20% par rapport aux niveaux d'avant-crise.

**Les intentions d'investissement sont restées élevées au T1**



Sources : BCC, ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Au T1-2022, les enquêtes sur les intentions d'investissement se sont stabilisées à des niveaux relativement élevés. La première enquête de la BoE auprès des entreprises, conduite au mois de mars, sur l'impact de l'invasion russe en Ukraine montre des résultats rassurants. Certes, près de la moitié (49%) des entreprises anticipe un impact négatif de la guerre sur leur chiffre d'affaire, mais une part significative (45%) n'anticipe aucun impact et seules 11% des entreprises y voient une source principale d'incertitude tandis que 37% la place dans le top trois des plus grandes sources d'incertitude. Le niveau d'incertitude global n'a augmenté que modestement, puisque l'incertitude liée au Covid ainsi que l'incertitude liée au Brexit ont toutes deux baissé fortement en mars. Nous anticipons un ralentissement de l'investissement productif en 2022 mais pas de forte chute, suivie par une faible reprise en 2023, sur fond d'arrêt de la « super deduction » et d'augmentation du principal taux de l'impôt sur les sociétés en avril 2023.

# POLITIQUE MONÉTAIRE

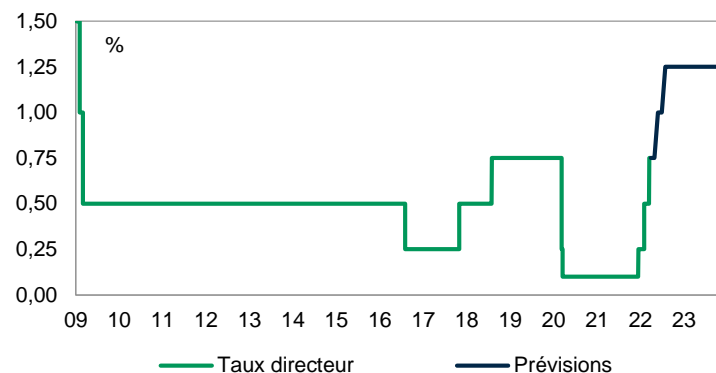
## DEUX HAUSSES DE TAUX SUPPLÉMENTAIRES CETTE ANNÉE

Depuis décembre dernier, la BoE a augmenté trois fois son taux directeur, de 65 pbb à 0,75% en mars, de retour à son niveau d'avant la pandémie. Nous anticipons la poursuite du resserrement à court terme sur fond de forte accélération de l'inflation. **Nous maintenons notre scénario de deux hausses supplémentaires dans les prochains mois (une par trimestre) : en mai et en août, de 25 points de base chacune. Le taux directeur atteindra ainsi 1,25% au mois d'août cette année.** Nos anticipations sont nettement inférieures aux anticipations des marchés qui voient le taux directeur dépasser 2% d'ici 2023 et que la BoE considère comme trop *hawkish*. L'incertitude émanant de la guerre devrait rendre la BoE plus prudente, comme cela a été le cas déjà en mars, et son action plus incertaine sur fond de ralentissement anticipé de la demande. La BoE s'attend à un choc historique sur les revenus réels des ménages, exacerbé par l'invasion russe en Ukraine, un choc que la politique monétaire ne peut prévenir.

**Tournure dovish de la BoE.** Le résultat des votes de la réunion du comité de politique monétaire (MPC) au mois de mars a montré qu'un membre du MPC avait voté contre la hausse de taux de 25 points de base, préférant le *statu quo*. La *forward guidance* a également été modifiée : la banque centrale ne considère plus que des hausses de taux dans les prochains mois sont probables, mais qu'elles sont possibles. Néanmoins, le marché du travail ne montre pas de signes de détérioration contrairement à ce que l'avait anticipé la BoE. La croissance des salaires demeure supérieure à son rythme d'avant la pandémie et les enquêtes après des entreprises suggèrent des hausses des salaires records cette année. Dans ce contexte de tensions sur le marché du travail et de forte révision à la hausse des prévisions d'inflation, aussi bien totale que sous-jacente, la BoE devrait continuer de resserrer sa politique monétaire afin d'ancrer les anticipations d'inflation.

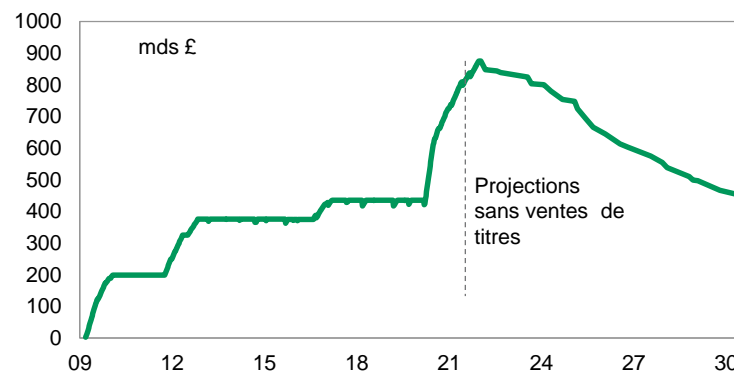
**Des ventes de titres possibles à partir de mai.** La BoE a commencé à réduire son stock de titres achetés en décidant d'arrêter les réinvestissements des *gilts* arrivant à maturité. En mars 28 milliards de livres de *gilts* arrivant à maturité n'ont pas été réinvestis, ce qui ne semble pas avoir perturbé le fonctionnement des marchés obligataires. D'ici la fin de l'année il ne reste plus que 3 milliards de *gilts* arrivant à maturité en juillet et 6 milliards en septembre, puis 18 milliards courant 2023. Selon sa *forward guidance*, la BoE pourrait commencer à opérer des ventes actives de *gilts* lorsque le taux directeur aura atteint 1% (en mai prochain donc selon nos prévisions) et si les conditions économiques le nécessitent. Toutefois, la BoE a déjà fait savoir que le taux directeur resterait son outil de resserrement privilégié. Si la croissance ralentit comme prévu et la BoE arrête son resserrement monétaire en août prochain, il ne devrait pas y avoir de ventes actives de titres, selon notre scénario.

### Taux directeur



Sources : Thomson Reuters, Crédit Agricole SA / ECO

### Encours de *gilts* de la BoE



Sources : BoE, Bloomberg, Crédit Agricole SA / ECO



# CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
21/04/2022	<a href="#">Le microbiote ouvre la voie à de nouvelles approches thérapeutiques</a>	Sectoriel, santé
21/04/2022	<a href="#">Mexique – "Que personne n'oublie que c'est le peuple qui commande"...</a>	Amérique latine
20/04/2022	<a href="#">Parole de banques centrales – BCE : la sagesse c'est adapter ses convictions à l'évidence</a>	Union européenne
20/04/2022	<a href="#">Royaume-Uni – L'inflation, toujours plus étendue, toujours plus forte</a>	Royaume-Uni
19/04/2022	<a href="#">France – Scénario 2022-2023 : une reprise sous tension</a>	France
15/04/2022	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
14/04/2022	<a href="#">Les investissements directs étrangers dans les pays émergents</a>	Monde
13/04/2022	<a href="#">Asie – Le Sri Lanka annonce un défaut sur sa dette extérieure</a>	Asie
12/04/2022	<a href="#">Hongrie – Le 4x4 de Viktor Orbán</a>	PECO
11/04/2022	<a href="#">Espagne – PIB revu à la baisse, selon les prévisions de la Banque d'Espagne</a>	Espagne
11/04/2022	<a href="#">Zone euro – Vulnérabilité à l'approvisionnement en gaz russe : quelles stratégies ?</a>	Union européenne
08/04/2022	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
07/04/2022	<a href="#">Monde – Scénario macro-économique 2022-2023 : un scénario sous haute tension</a>	Monde
06/04/2022	<a href="#">Mozambique – Retour du FMI dans le pays alors qu'un nouveau gisement gazier devrait entrer en service cette année</a>	Afrique sub-saharienne
05/04/2022	<a href="#">Asie du Sud-Est – Le statu quo des banques centrales</a>	Asie
05/04/2022	<a href="#">Fintech Outlook T1 2022 – La fin du plein ?</a>	Banque, fintech
04/04/2022	<a href="#">Espagne – Inflation, la réponse du gouvernement</a>	Espagne
01/04/2022	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
31/03/2022	<a href="#">Inflation – Asie, Amérique latine, le poids de l'histoire et de l'isolement</a>	Asie, Amérique latine
31/03/2022	<a href="#">Ne pas hâter les récits géopolitiques</a>	Monde
30/03/2022	<a href="#">France – Élections 2022 – Dette publique, impôts, dépenses : enjeux et propositions</a>	France
30/03/2022	<a href="#">Asie centrale – La seconde mort de l'URSS</a>	Asie
29/03/2022	<a href="#">Monde – Secteur bancaire : l'exclusion de sept banques russes du système SWIFT, quels effets ?</a>	Banques
29/03/2022	<a href="#">Italie – Le décret énergie pour contrer la hausse des prix du gaz</a>	Italie
29/03/2022	<a href="#">Chine – Où en est l'internationalisation du yuan ?</a>	Asie
28/03/2022	<a href="#">Royaume-Uni – Inflation : nouvelles révisions à la hausse de nos prévisions</a>	Royaume-Uni
25/03/2022	<a href="#">Monde - L'actualité de la semaine</a>	Monde
24/03/2022	<a href="#">Le scénario de stagflation n'est pas inéluctable</a>	Europe
23/03/2022	<a href="#">Corée du Sud – La victoire de Yoon Seok-youl plonge la Corée dans une cohabitation inédite</a>	Asie
23/03/2022	<a href="#">France – Élections 2022 : pouvoir d'achat, état des lieux et principaux enjeux</a>	France
22/03/2022	<a href="#">Égypte – La fragilité intrinsèque du pays se matérialise à nouveau sur les marchés financiers</a>	Égypte
22/03/2022	<a href="#">Parole de banques centrales – Troisième hausse de taux par la BoE et une inflation vers 8% en avril !</a>	Royaume-Uni

Slavena Nazarova

+33 1 43 23 21 40 ☎

slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr



*Achevé de rédiger le 22 avril 2022*



**MERCI DE VOTRE  
ATTENTION**

POUR CONSULTER OU VOUS ABONNER  
À NOS PUBLICATIONS SUR INTERNET :  
<http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

Nos publications économiques non confidentielles sont également accessibles  
sur l'application « Études Eco » disponible sur [l'App Store](#) et sur [Google Play](#)

**Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe**  
12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la Publication :** Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef :** Armelle Sarda

**Documentation :** Dominique Petit - **Statistiques :** Robin Mourier

**Secrétariat de rédaction :** Christine Chabenet

Contact : [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

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