



ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2023-2024

**LA RÉSISTANCE DE LA DEMANDE
IMPOSE UNE POURSUITE
DU RESSERREMENT MONÉTAIRE**

10 juillet 2023

Slavena NAZAROVA

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

SOMMAIRE

1

SYNTHÈSE

2

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

3

FOCUS : SITUATION DU MARCHÉ DU TRAVAIL

4

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

LES CRISES S'IMBRIQUENT COMME DES POUPÉES RUSSES

L'économie britannique a échappé à la récession au cours de l'hiver avec une croissance tout juste supérieure à zéro : le PIB réel a crû de 0,1% (rythme trimestriel) à la fois au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023. **La consommation des ménages a mieux résisté que prévu en dépit de la crise du pouvoir d'achat** (le revenu réel disponible des ménages a chuté de 1,5% l'année dernière, malgré le plafonnement des prix de l'énergie mis en place en octobre 2022 et prolongé jusqu'à la fin juin 2023) avec une croissance trimestrielle en moyenne nulle au cours des douze derniers mois. Elle a été soutenue par des aides de l'État aux plus vulnérables, par un marché du travail plus dynamique qu'anticipé et par l'excédent d'épargne significatif accumulé au cours de la pandémie.

Au regard du contexte d'incertitude, des coûts de production élevés et de la remontée des taux d'intérêt, **l'investissement a aussi surpris positivement**. L'investissement productif a crû de 3,3% au premier trimestre 2023, après une croissance de plus de 10% en moyenne annuelle en 2022. Si les mesures de soutien généreux de l'État sous forme de crédits d'impôt ont pu jouer un rôle, il s'agit plutôt d'un effet de rattrapage *post*-pandémie car, à la différence des autres pays avancés, l'investissement productif a tout juste retrouvé son niveau pré-crise au Royaume-Uni : au premier trimestre, il se situe enfin légèrement au-dessus de son niveau du quatrième trimestre 2019. **Même si la catastrophe a été évitée, l'économie n'a ni plus ni moins stagné au cours de l'année passée, avec une croissance moyenne limitée à 0,1% par trimestre**. Les données du PIB réel du mois d'avril ne s'écartent pas de cette tendance quasiment « plate » : le PIB a crû de 0,2%, après une baisse de 0,3% en mars.

La résilience de la demande domestique a contribué à la persistance de l'inflation, avec en particulier une inflation sous-jacente qui a surpris significativement à la hausse au cours des quatre derniers mois. Les prix de l'énergie contribuent de moins en moins à l'inflation totale, tandis que l'inflation des produits alimentaires semble avoir aussi atteint son pic en mars. **La dissipation de la crise de l'énergie laisse entrevoir une résorption prochaine de celle du**

pouvoir d'achat et la confiance des consommateurs s'améliore. En effet, lorsque l'on utilise les données mensuelles des rémunérations salariales et de l'indice CPIH des prix (indice des prix à la consommation incluant les coûts de logement des propriétaires occupants), la baisse des salaires réels semble proche de son terme : la croissance des salaires nominaux atteint 7,5% sur un an en avril, très légèrement inférieure à l'inflation CPIH (7,8%), suggérant une baisse des salaires réels de seulement 0,3%, alors qu'ils perdaient jusqu'à 3,5% il y a très exactement un an. **À court terme, le marché du travail restera très tendu et propice à une croissance des salaires soutenue, quoiqu'en modération, tandis que l'inflation devrait rester sur une tendance baissière**. Le marché du travail a, néanmoins, commencé à s'assouplir : la diminution du nombre de postes vacants et le recul de l'inactivité en attestent, tandis que les enquêtes REC/KPMG suggèrent une légère contraction de l'emploi à l'horizon des six prochains mois.

Comme pour empêcher les ménages britanniques de trop se réjouir, le rebond de la croissance des salaires a fait s'envoler les anticipations de taux directeur de la BoE (à près de 6% pour la mi-2024, proche du pic atteint en septembre dernier suite au « mini-budget » de Liz Truss), **augmentant dans leur sillage les taux des emprunts immobiliers**. Mauvaise nouvelle pour les 3,3 millions de ménages (12% du nombre total de ménages) dont l'emprunt immobilier à taux fixe arrivera à expiration au cours de l'année prochaine et qui devront se refinancer à des taux plus élevés. Selon *Resolution Foundation*, la hausse du service de la dette des ménages endettés serait plus élevée (estimée à environ 3% du revenu annuel) que lors des épisodes de hausses des taux des années 80 ou 90, en raison notamment d'un endettement globalement plus élevé des ménages. Ainsi, telles des poupées russes, les chocs auxquels font face les ménages se succèdent et se révèlent l'un l'autre. À la crise du pouvoir d'achat succède un choc sur les taux qui risque de se muer en crise du marché immobilier, entraînant des risques sur la stabilité financière.

LES CRISES S'IMBRIQUENT COMME DES POUPÉES RUSSES

Les pressions inflationnistes domestiques persistent et la BoE poursuit son resserrement

La BoE a opéré un changement de tonalité significatif au mois de mai. Plus *hawkish*, elle a révisé significativement à la hausse ses prévisions de croissance (qui écartent désormais la récession du scénario central), d'inflation (avec une cible atteinte seulement début 2025, contre mi-2024 prévu auparavant), et à la baisse ses prévisions de taux de chômage (qui resterait inférieur à 4% jusqu'à la fin de l'année prochaine). **Le taux d'inflation des prix à la consommation a en effet continué de surprendre à la hausse depuis février**, notamment en raison de rebonds des composantes sous-jacentes (et des produits alimentaires). Une demande domestique relativement résistante et des conditions du marché du travail qui restent tendues ont conduit la BoE à appuyer sur l'accélérateur en juin, opérant une hausse de taux de 50 points base. **Le taux directeur a été ainsi ramené à 5%, son plus haut niveau depuis février 2008.**

Alors que les chocs externes se dissipent peu à peu, l'inflation britannique est de plus en plus influencée par des facteurs domestiques. **Des effets de second tour sont clairement à l'œuvre** : d'une part, il y a eu des renégociations salariales significatives dans certains secteurs en réponse à l'augmentation de l'inflation et, d'autre part, les entreprises répercutent sans trop de difficultés la hausse des coûts de production dans les prix finaux, grâce à une demande domestique qui résiste mieux que prévu à la baisse du pouvoir d'achat et au resserrement monétaire. Les effets de ce dernier vont par ailleurs se faire ressentir avec plus de décalage que par rapport aux épisodes de resserrement passés, en raison de la part réduite d'emprunts immobiliers à taux variable.

Des indicateurs avancés suggèrent que la croissance des salaires devrait s'affaiblir dans les prochains mois. En outre, les anticipations d'inflation des ménages à court terme ont diminué (à 3,5% en mai, un plus bas depuis novembre 2022, contre 3,9% en

février, selon la dernière enquête IPSOS/BoE), ce qui plaide aussi en faveur de moins de revendications salariales à venir. Les conditions sur le marché du travail restent favorables, certes, mais les postes vacants s'inscrivent en baisse depuis plusieurs mois et le taux de participation rebondit, signes que les déséquilibres commencent à se résorber, bien que très lentement. **On est donc probablement au pic de l'inflation sous-jacente, même s'il semble de plus en plus probable que ce pic prenne la forme d'un plateau pour le restant de l'année.** Côté pressions externes, les coûts de production des entreprises ont fortement diminué et l'inflation des prix à la production a chuté en mai (à 2,9% contre 5,2% en avril). Mais, là encore, le comportement de reconstitution des marges des entreprises qui semble à l'œuvre pourrait retarder toute modération du rythme d'inflation des prix à la consommation.

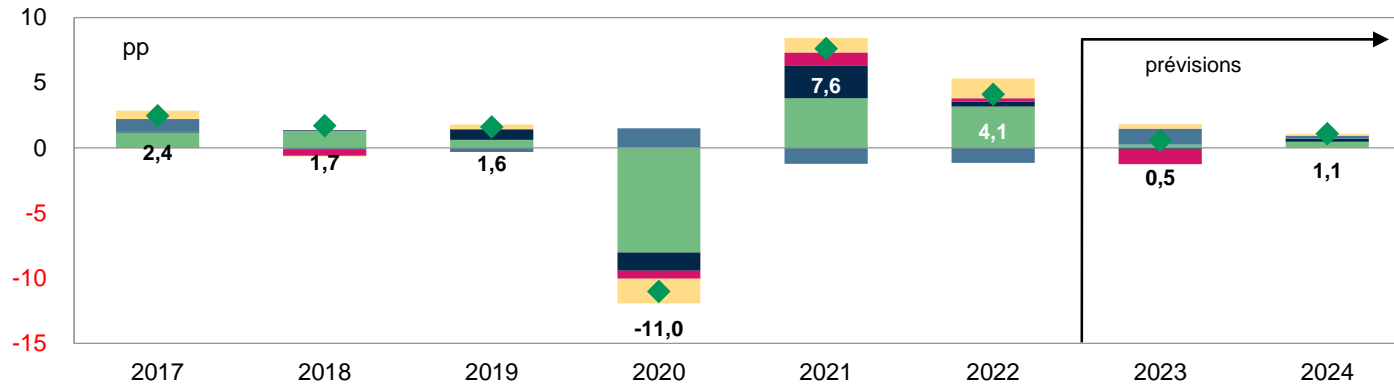
Si ces perspectives s'avèrent correctes (à savoir une inflation sous-jacente qui ne baisse que peu ou pas à court terme), **il faudra s'attendre à une poursuite du resserrement monétaire par la BoE dans les prochains mois, avec sans doute une autre hausse de taux en août. Nous tablons sur une hausse de taux de 50 points de base (pdb) en août, suivie par 25 pdb en septembre, ce qui porterait le taux directeur à 5,75%.**

La hausse de taux devrait impacter un nombre moins important de ménages que par le passé, la part de ménages possédant un crédit immobilier ayant fortement baissé au cours des années 2000 à moins de 30%, contre près de 40% en 1989. Sauf accident, l'impact de la hausse des taux sur la consommation des ménages devrait donc être moins important que dans les années 90 (la consommation des ménages s'était contractée de 0,4% entre le T3-1990 et le T3-1991). Il devrait être également plus étalé dans le temps, la majorité des emprunts étant à présent à taux fixe (à maturité inférieure ou égale à cinq ans) et non à taux variable.

SYNTHÈSE

PRÉVISIONS

Contributions à la croissance annuelle du PIB



■ Consommation des ménages ■ Consommation publique ■ Exportations nettes ■ Variations de stocks ■ Investissement ◆ 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	0,5	1,1	0,5	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4
consommation privée	5,3	0,4	0,8	1,2	0,2	-0,3	0,2	0,0	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
consommation publique	1,8	-0,7	1,3	-0,4	-1,7	0,8	0,5	-1,8	0,5	0,5	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
investissement	8,6	1,9	0,5	8,6	-2,3	1,1	0,3	2,4	-0,3	-0,5	-1,0	0,5	0,5	1,0	1,0
variations de stocks*	0,3	-1,1	0,0	1,2	-0,2	-2,1	1,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
exportations nettes*	-1,2	1,2	0,2	-4,8	1,3	4,2	-0,4	-1,0	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	3,5	3,6	3,7	3,9	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Inflation (CPI, a/a%)	9,1	7,8	4,1	6,2	9,2	10,0	10,7	10,2	8,5	7,1	5,5	5,3	4,1	3,9	3,1
CPI sous-jacent (a/a%)	5,9	6,7	4,8	5,1	6,0	6,3	6,4	6,1	7,0	7,0	6,8	6,6	5,1	4,3	3,5
Compte courant (% PIB)	-3,8	-1,8	-1,7	-8,3	-4,6	-2,0	-0,4	-1,7	-	-	-	-	-	-	-
Déficit public (% PIB)	-5,4	-4,5	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% PIB)	100,7	101,2	100,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux directeur**	3,5	5,8	5,25	0,75	1,25	2,25	3,50	4,25	5,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25

* 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

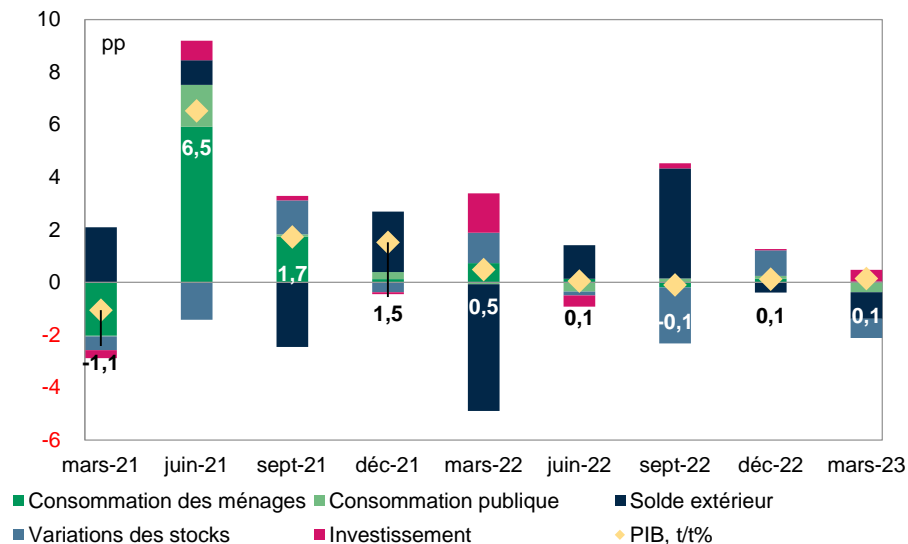
3 FOCUS : SITUATION DU MARCHÉ DU TRAVAIL

4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

UNE CROISSANCE À PEINE POSITIVE

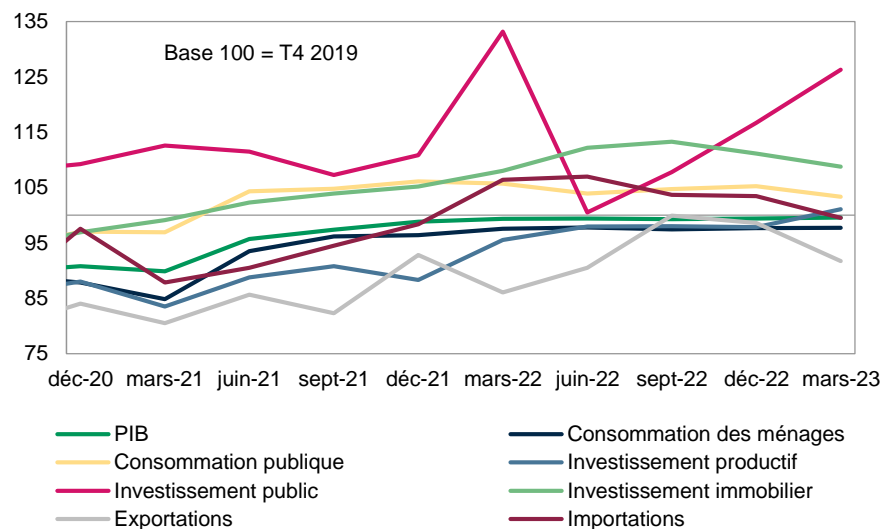
Croissance trimestrielle du PIB :
décomposition en termes de dépenses



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'économie britannique a échappé à la récession cet hiver avec une croissance tout juste supérieure à zéro : le PIB réel a crû de 0,1% (rythme trimestriel) à la fois au T4-2022 et au T1-2023. **C'est grâce à une croissance relativement soutenue de la demande intérieure, tandis que le commerce extérieur a été un frein.** La demande intérieure a crû de 0,5% au T4-2022 et de 1,2% au T1-2023 (selon la deuxième estimation du PIB publiée par l'ONS le 30 juin). Si les dépenses publiques (notamment l'investissement) sont restées un moteur solide de la croissance, la consommation privée a également surpris positivement. En dépit de la baisse continue des revenus réels, elle a enregistré une croissance nulle sur le trimestre, après une hausse de 0,2% le trimestre précédent, résistant grâce au dynamisme du marché du travail, ainsi qu'au soutien financier de l'État. Les aides du gouvernement mises en place pour protéger les ménages de la crise énergétique ont sans doute permis aux

La consommation privée et l'investissement
productif restent déprimés



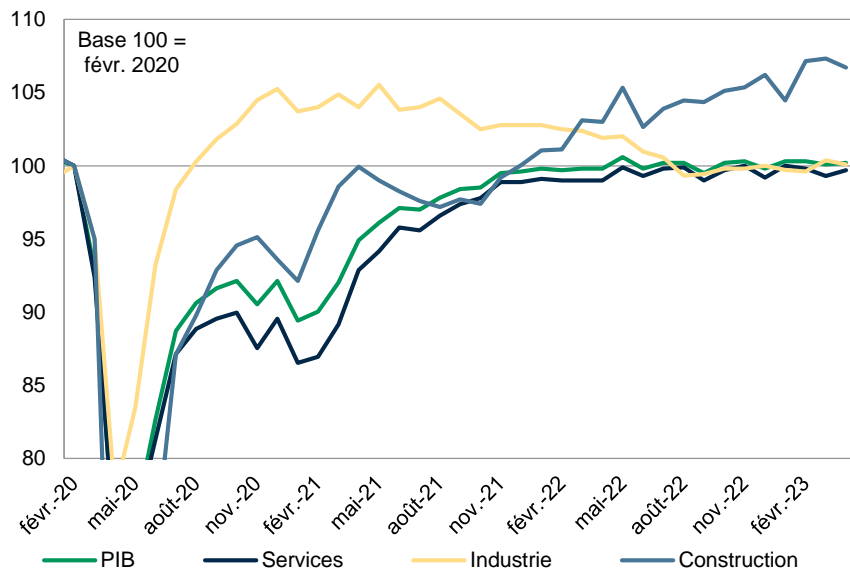
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

ménages les plus pauvres de traverser cet hiver sans trop rogner sur leurs dépenses. L'investissement a aussi surpris positivement : l'investissement productif a rebondi d'un solide 3,3% au T1, après une contraction de 0,2% le trimestre précédent et retrouve enfin son niveau pré-Covid. **Pour le deuxième trimestre consécutif, le commerce extérieur contribue négativement à la croissance** (pour -1 pp, après -0,4 pp au T4-2022), les exportations (-6,9%) chutant plus fortement que les importations (-3,8%). Enfin, les variations de stocks ont également pesé sur le taux de croissance avec une contribution de -0,7 point. Dans l'ensemble, **au T1, le PIB demeure 0,5% en-dessous de son niveau pré-Covid (T4-2019), la pire performance du G7.** La consommation des ménages et les exportations sont les principaux vecteurs de cette sous-performance *post-pandémie*, se situant respectivement 2,3% et 8,3% sous leur niveau du T4-2019.

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

UN DÉBUT POUSSIF DU T2

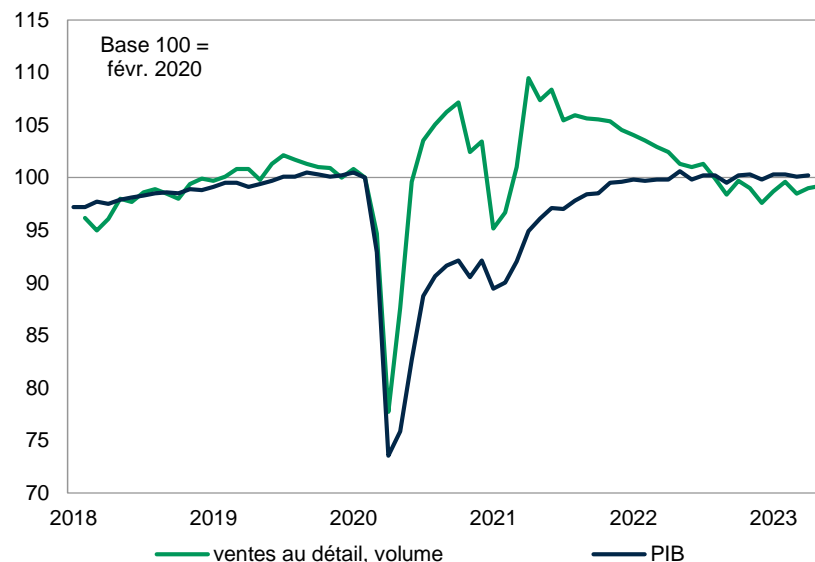
Le PIB en données mensuelles
et principaux secteurs



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Les premières données dures pour le T2-2023 s'inscrivent dans le prolongement de cette tendance « plate ». Le PIB a crû de seulement 0,2% en variation mensuelle au mois d'avril, après une baisse de 0,3% en mars. C'est grâce aux services : le secteur a rebondi de 0,3% (après une chute de 0,5% en mars), alors que l'industrie et la construction enregistrent des baisses (-0,3% et -0,6% respectivement). **L'acquis de croissance pour le trimestre est nul.** Les plus fortes contributions au rebond dans les services sont venues des secteurs de la vente au détail et de gros et de l'information et la communication. L'activité dans les secteurs occasionnant un contact physique avec la clientèle (tels que vente au détail, restauration,

Ventes au détail et PIB



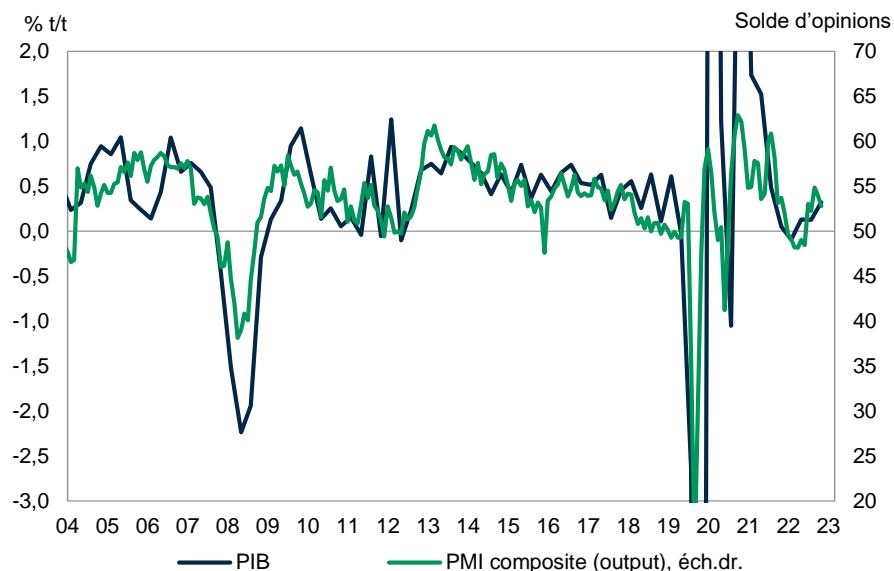
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

hôtellerie, voyage et transport, culture et loisirs) a rebondi de 1% sur le mois. Néanmoins, **onze secteurs sur treize restent sous leur niveau de février 2020** (-8,7% en moyenne). Ils ont par ailleurs peu progressé au cours de l'année écoulée, pénalisés par la crise du pouvoir d'achat, suggérant que la reprise risque de rester incomplète. Les ventes au détail en volume n'ont crû que de 0,5% en avril et de 0,2% en mai. Elles ont pu être négativement impactées en mai par le jour férié supplémentaire pour le couronnement de Charles III le 8 mai avec une baisse enregistrée des ventes en magasin plus que compensée par les ventes en ligne et les ventes d'essence.

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

LE CLIMAT DES AFFAIRES FAIBLIT DEPUIS AVRIL

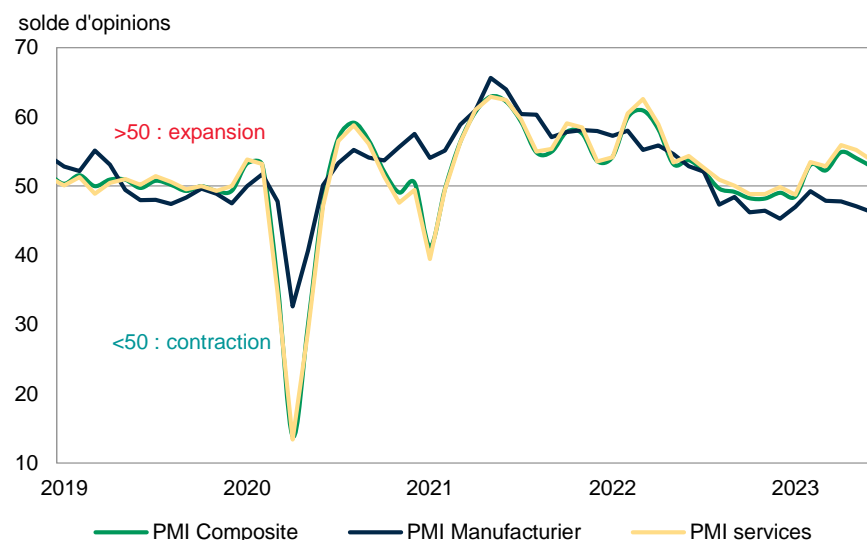
Les PMI signalent une hausse du PIB de près de 0,3% au T2



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

L'indice PMI composite est resté en territoire d'expansion pour le cinquième mois consécutif, suggérant un taux de croissance modéré de l'activité. En revanche, le rythme de croissance baisse depuis son pic récent en avril et s'établit sous son niveau de long terme, ralentissement qui semble dû à un ralentissement de la demande. Dans l'industrie, la demande se contracte sur le rythme le plus élevé depuis janvier. Dans les services, les entreprises signalent aussi une modération des dépenses de consommation avec une baisse dans la construction et l'immobilier, mais une solidité dans les services financiers. **Alors que la croissance de l'activité demeure relativement soutenue dans les services, quoiqu'également en**

Perte de *momentum* au cours du T2 et ralentissement dans les services



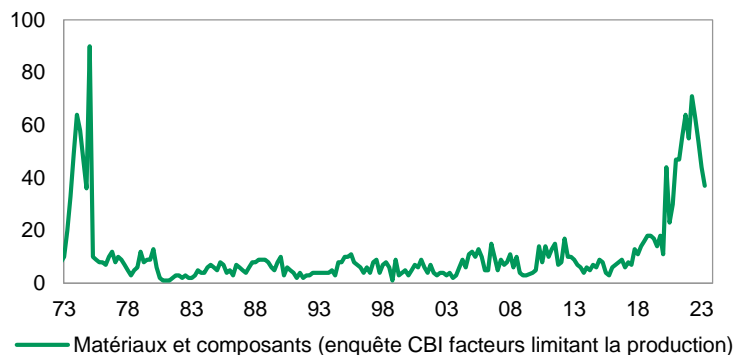
Sources : S&P Global PMI, CIPS, Crédit Agricole SA / ECO

ralentissement depuis avril, dans l'industrie, les volumes de production ont diminué au cours des douze derniers mois. L'évolution des prix reflète également cette dichotomie entre industrie et services. Les prix des produits sortants baissent dans l'industrie pour la première fois depuis plus de sept ans, tandis que dans les services, ils continuent d'augmenter à un rythme soutenu. Les entreprises signalent une montée des coûts salariaux qu'elles répercutent sur les prix de vente. Par ailleurs, les créations d'emplois progressent à leur rythme le plus élevé depuis septembre, grâce à une activité de recrutement soutenue dans les services.

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

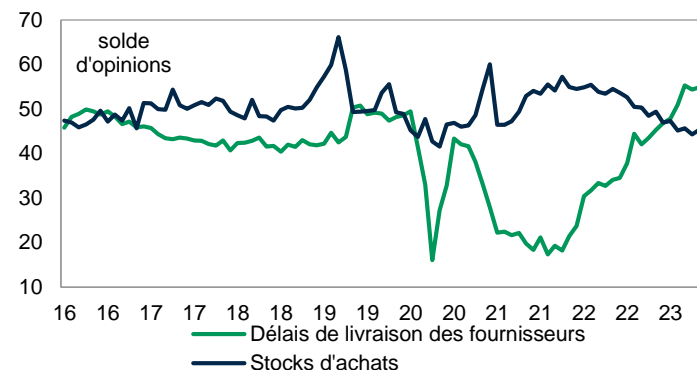
NORMALISATION DES CONTRAINTES D'OFFRE ET RECUL DES PRESSIONS SUR LES PRIX

Les pénuries de matériaux baissent depuis des niveaux élevés



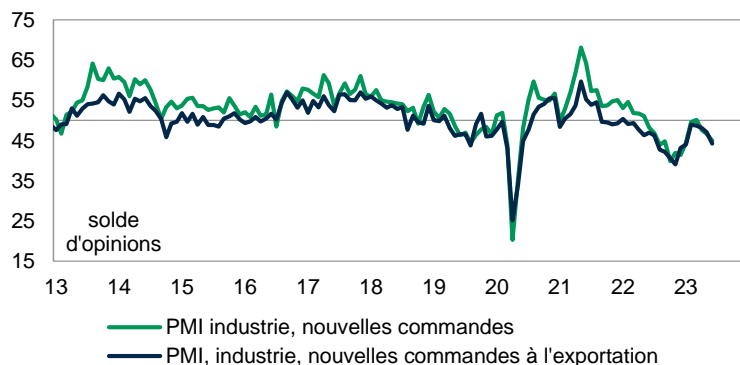
Sources : CBI, Crédit Agricole SA / ECO

Les PMI montrent une amélioration des délais de livraison et une baisse des stocks d'achats



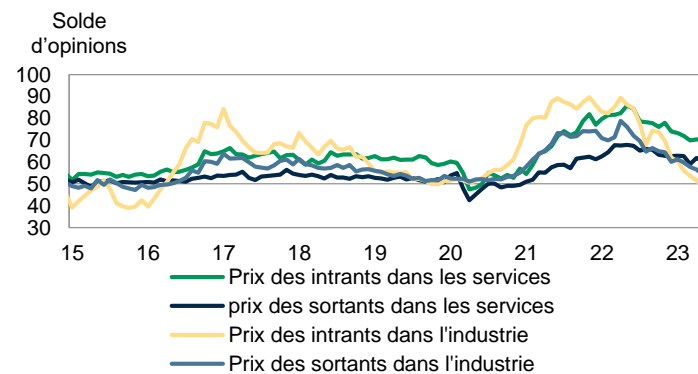
Sources : S&P Global PMI, CIPS-PMI industrie, Crédit Agricole SA / ECO

La demande accélère sa chute dans l'industrie



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

Les prix baissent enfin dans l'industrie et progressent plus lentement dans les services

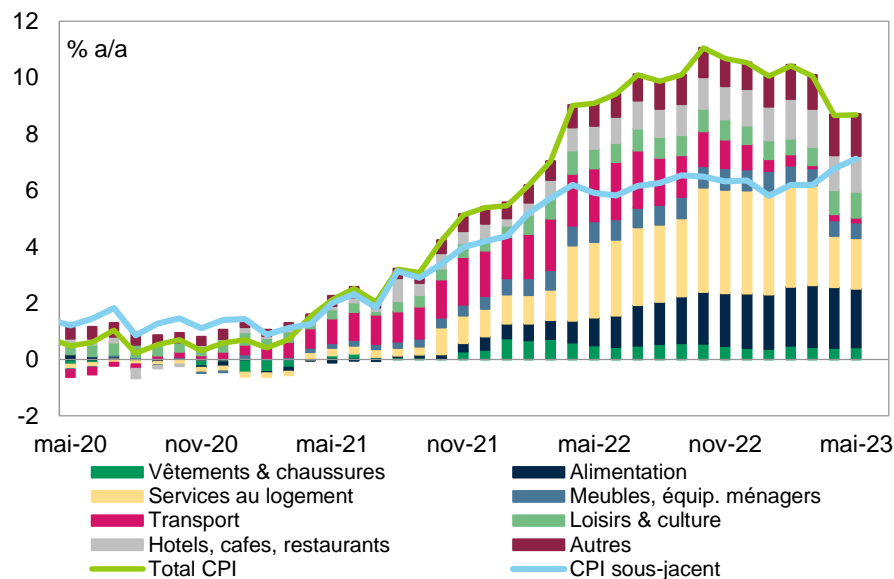


Sources : S&P Global PMI, CIPS, Crédit Agricole SA / ECO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

UN TAUX D'INFLATION QUI NE BAISSÉ QUE TROP LENTEMENT

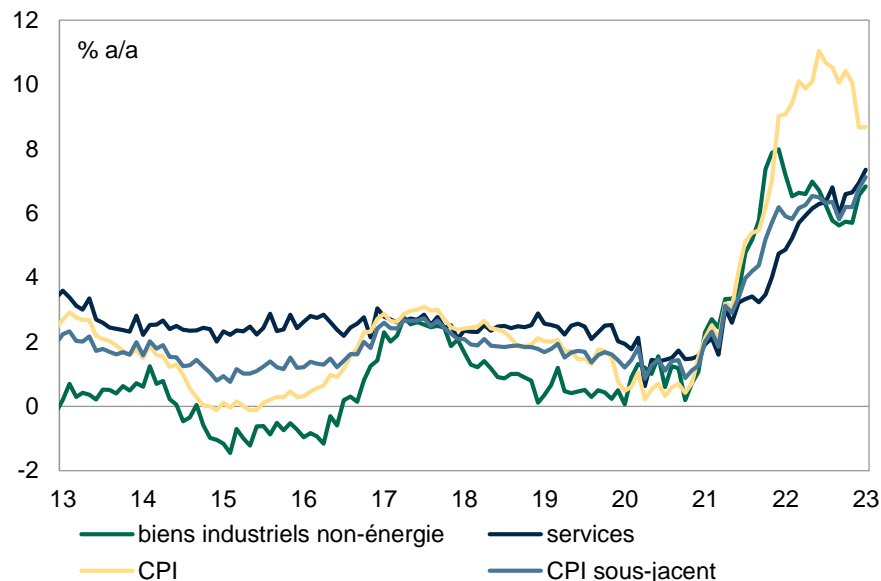
L'inflation CPI a été inchangée à 8,7% en mai



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Au mois de mai, le taux d'inflation CPI a surpris à la hausse pour le quatrième mois consécutif. Après avoir baissé de 10,4% en février à 10,1% en mars et à 8,7% en avril, il est resté stable au mois de mai à 8,7%, soit 0,3 point de pourcentage au-dessus des anticipations de la BoE. Si l'inflation recule, c'est grâce à la baisse des prix de l'énergie et à des effets de base favorables (il y a eu une forte hausse en avril 2022 des plafonds des tarifs de gaz et d'électricité d'Ofgem, le régulateur des marchés de gaz et d'électricité). Et si l'inflation surprend à la hausse, c'est en raison des composantes sous-jacentes de l'indice des prix. **L'inflation sous-jacente (CPI hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac) a bondi pour le second mois consécutif, à 7,1% en mai, après 6,8% en avril et 6,2% en mars.** L'inflation CPI services a

L'inflation sous-jacente a progressé contre toute attente



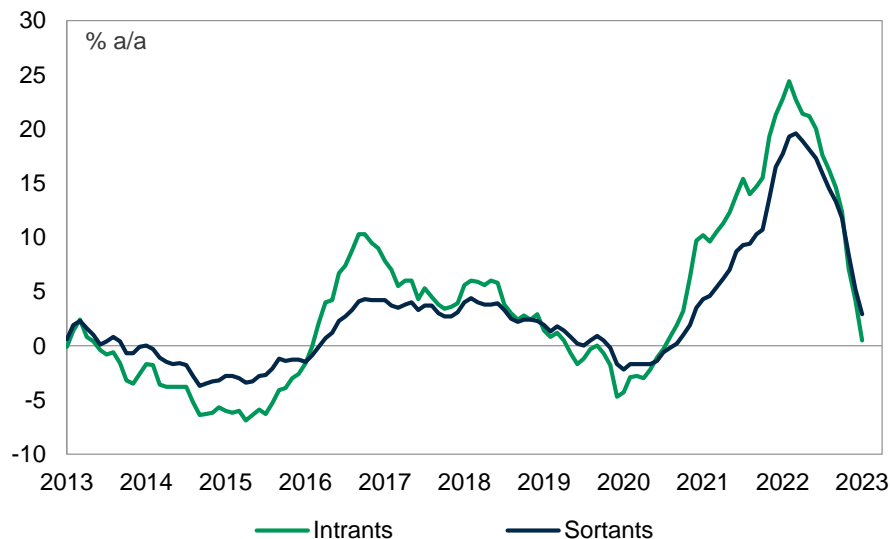
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

atteint 7,4% après 6,9% en avril (0,5 point de pourcentage au-dessus des prévisions de la BoE). Des facteurs temporaires (forte hausse des taux des droits d'accise des véhicules notamment) ont pu amplifier ce rebond, mais n'expliquent en aucun cas la totalité de ce dépassement des anticipations. **L'inflation des prix des biens industriels a atteint 6,8%, un plus haut depuis septembre 2022.** L'inflation des prix de l'alimentation et des boissons non-alcoolisées a atteint 19,1% en mars, un plus haut depuis le début de la série en 1997, avant de baisser à 19% en avril et à 18,3% en mai. Les prix des produits alimentaires contribuent le plus au taux d'inflation annuel (2,1 pp) suivis par la composante « services au logement » (gaz, électricité, eau et fioul) pour 1,8 pp.

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

PRIX : PRESSIONS EXTERNES VERSUS PRESSIONS INTERNES

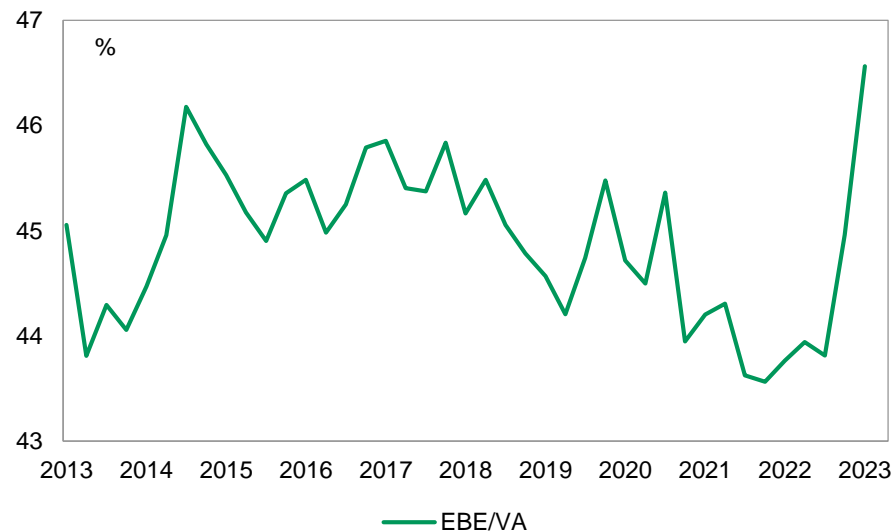
Prix à la production



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

L'inflation britannique est plus forte que dans les autres pays avancés (6,1% pour le HICP zone euro, 2,7% pour l'équivalent du HICP américain). De plus, l'inflation sous-jacente accélère depuis février, ce qui suggère un risque encore plus élevé de persistance une fois dissipés les chocs externes. **L'inflation est poussée vers le haut par des facteurs domestiques, y compris la relative résilience de la demande et un marché du travail tendu.** Des effets de second tour sont à l'œuvre : d'une part, il y a eu des renégociations salariales significatives dans certains secteurs en réponse à l'augmentation de l'inflation et, d'autre part, les entreprises répercutent sans trop de difficultés la hausse des coûts de production sur les prix finaux, grâce à une demande domestique qui résiste mieux que prévu à la baisse du pouvoir d'achat et au

Taux de marge des entreprises (auto-entrepreneurs inclus)



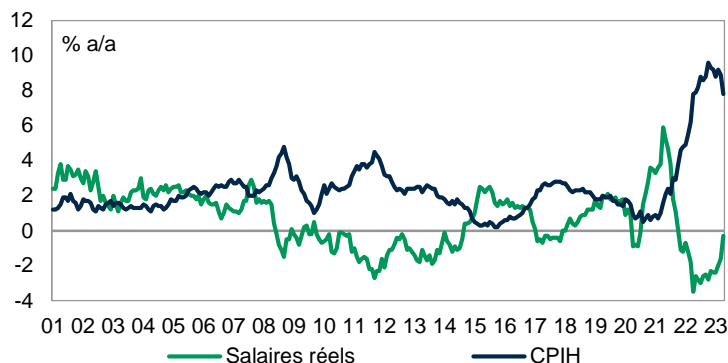
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

resserrement monétaire. **Les marges des entreprises enregistrent un net rebond, auquel contribue le plafonnement des prix de l'énergie par l'État.** De manière générale, les pressions externes liées aux coûts des matières premières s'allègent, les goulets d'étranglement dans les chaînes de valeur mondiales se sont normalisés, tout comme les coûts de transport maritime. L'inflation des prix à la production des sortants (*output* PPI) a ainsi continué de baisser fortement en mai (à 2,9% contre 5,2% en avril), suggérant une chute imminente du taux d'inflation des prix à la consommation des biens. Mais, là encore, le comportement de reconstitution des marges des entreprises pourrait retarder la modération du rythme d'inflation.

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

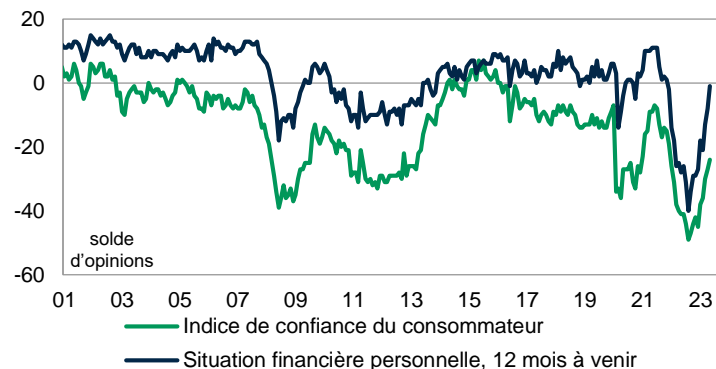
CONSOMMATION DES MÉNAGES : LES SALAIRES RATTRAPENT L'INFLATION ET LA CONFIANCE SE REDRESSE

La baisse des salaires réels n'est plus que de 0,3% sur un an (en pas mensuel)



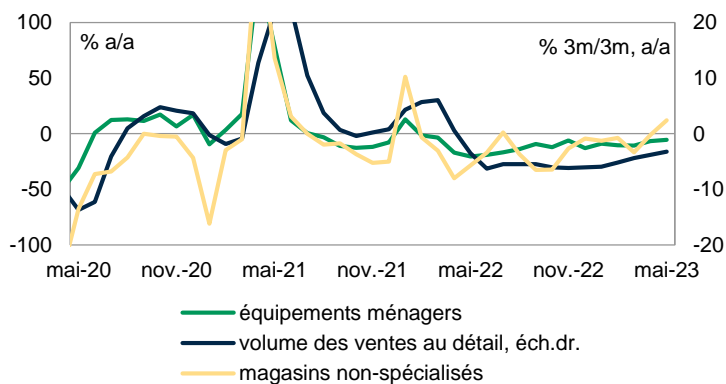
Source : ONS (données mensuelles)

Les ménages de moins en moins pessimistes



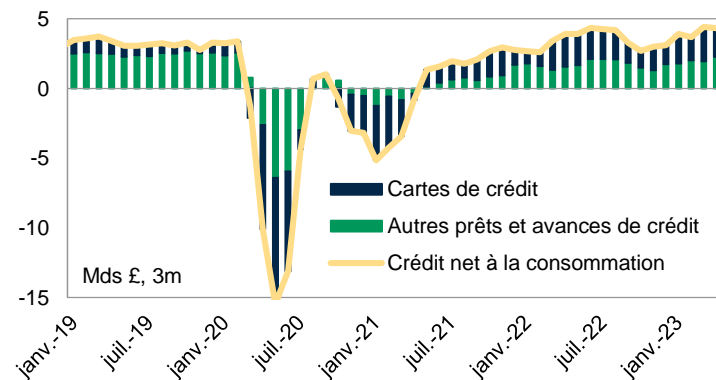
Source : ONS, Crédit Agricole SA/ ECO

Ventes au détail : légère accélération en mai



Source : ONS, Crédit Agricole SA/ ECO

Les crédits à la consommation restent soutenus

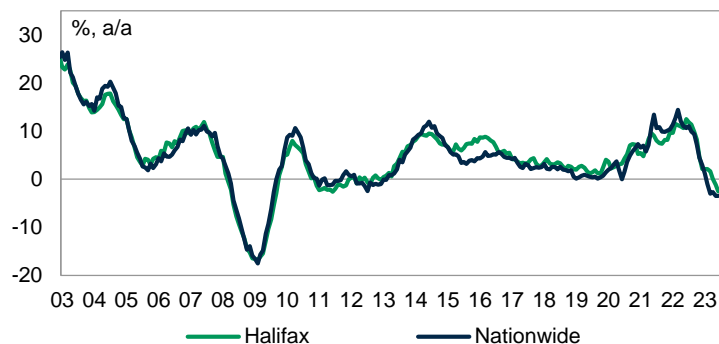


Source : BoE, Crédit Agricole SA/ ECO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

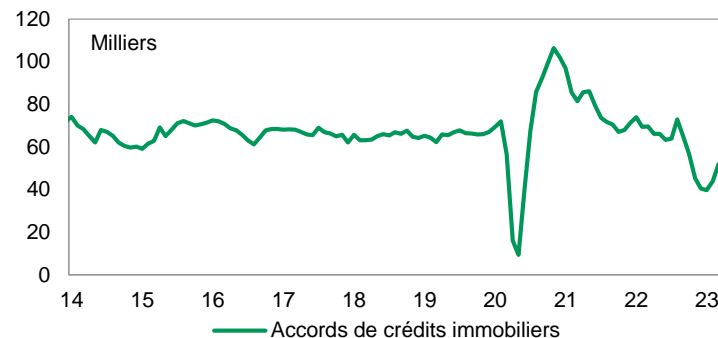
LE MARCHÉ IMMOBILIER CONTINUE DE CORRIGER À LA BAISSE

Prix immobiliers : baisse d'environ 4% depuis le T3-2022



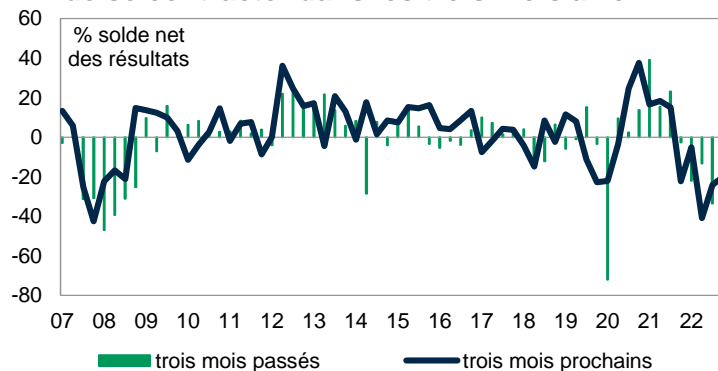
Sources : Halifax, Nationwide, Crédit Agricole SA / ECO

La demande de prêts est inférieure de 30% au niveau d'avant-Covid



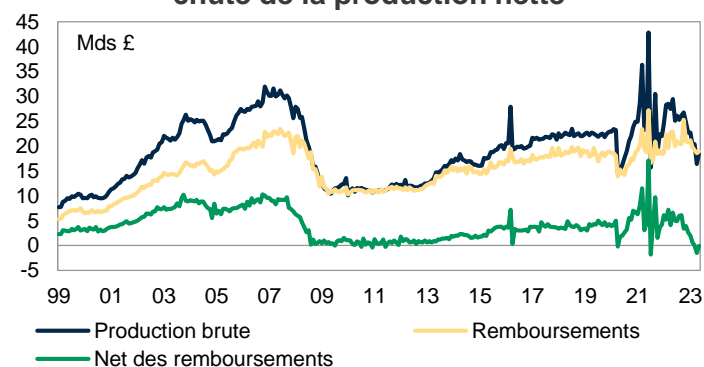
Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

L'offre de crédits immobiliers continuera de se contracter dans les trois mois à venir



Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

Flux mensuels de crédits immobiliers : chute de la production nette



Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

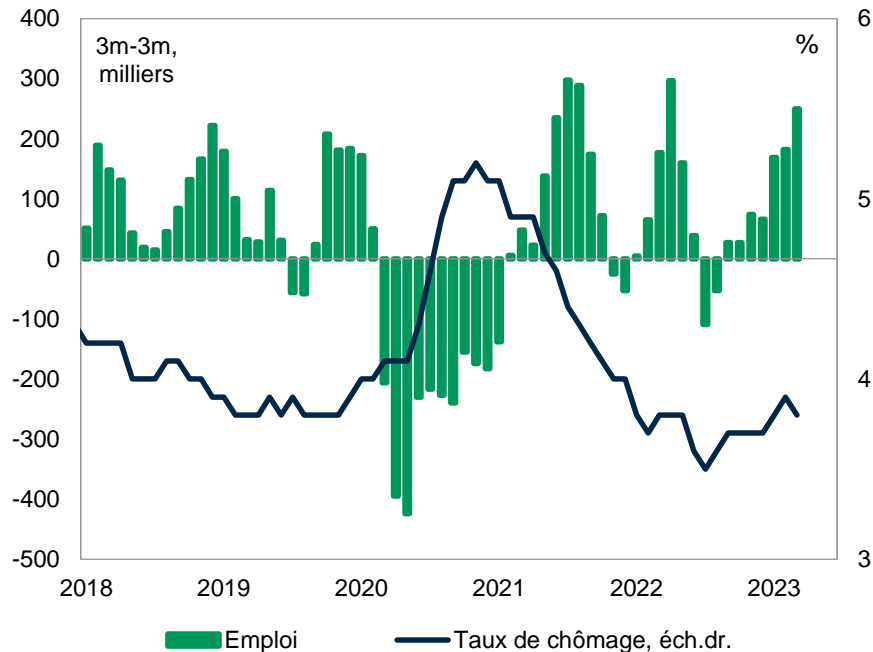
SOMMAIRE

- 1 SYNTHÈSE DU SCÉNARIO
- 2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES
- 3 | FOCUS : SITUATION DU MARCHÉ DU TRAVAIL
- 4 LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

FOCUS : SITUATION SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

LE MARCHÉ DU TRAVAIL RESTE TENDU

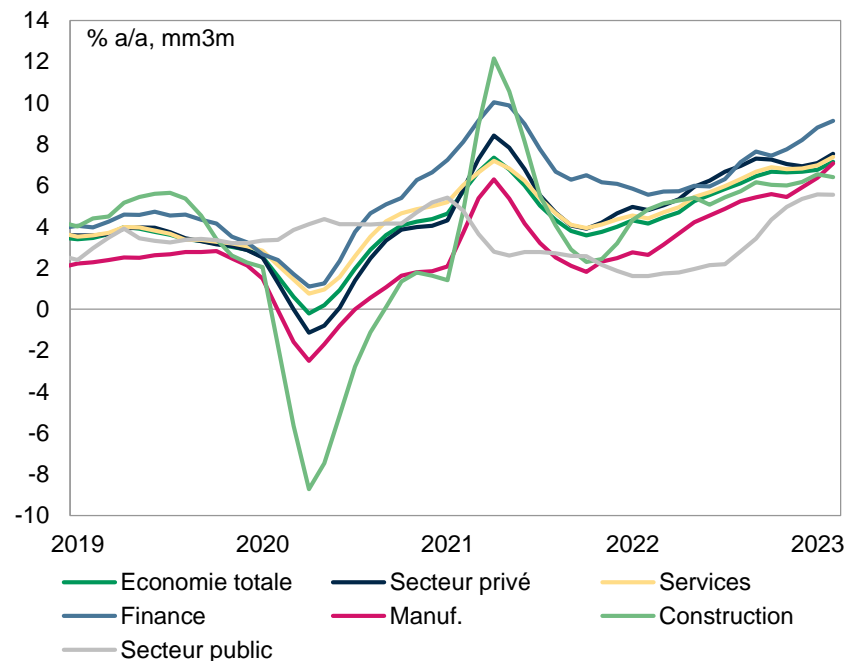
Le taux de chômage demeure inférieur à 4%



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le marché du travail a été plus dynamique qu'anticipé, étant donné la faiblesse de l'activité, avec 250 000 créations nettes d'emplois sur les trois mois à fin avril par rapport aux trois mois précédents. Le niveau de l'emploi a tout juste retrouvé son niveau d'avant-Covid de plus de 33 millions de personnes. Le taux de chômage augmente à peine, +0,1 pp à 3,8% sur les trois derniers mois, et est toujours inférieur à son niveau de pré-Covid de 4%. Il continue de bénéficier de niveaux élevés d'inactivité, bien que celle-ci ait commencé à diminuer. **Plus d'un demi-million de personnes ont quitté la population active entre début 2020 et mi-2022** – chiffre qui a depuis baissé de près de moitié – pesant à la fois sur le

La croissance des salaires a accéléré, atteignant 7,6% dans le privé en avril



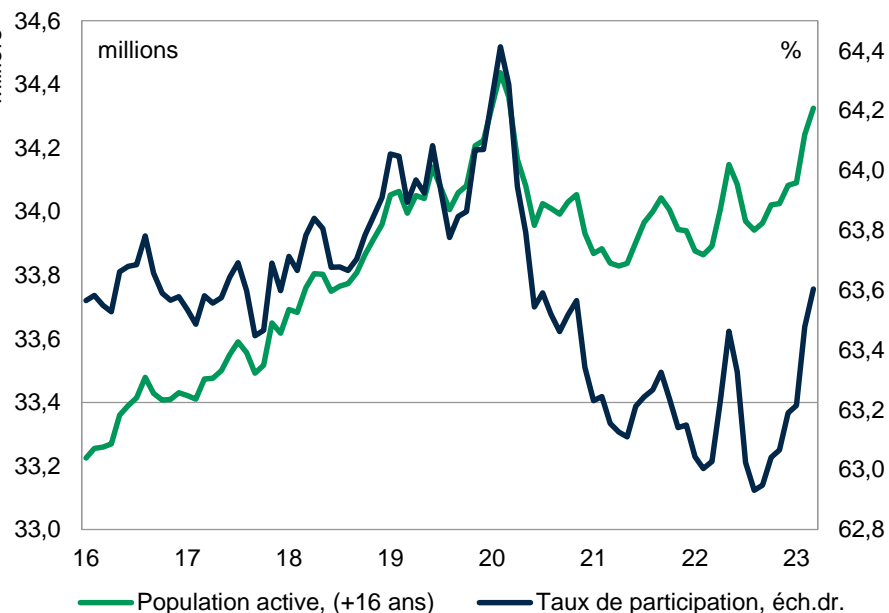
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

taux d'emploi et sur le taux de chômage. Les pénuries de main-d'œuvre sont toujours élevées, ce qui favorise le pouvoir de négociation des salariés et des demandeurs d'emploi face à une crise du pouvoir d'achat qu'ils cherchent à neutraliser. **La croissance des salaires dans le privé atteint un record (hors pic post-pandémie lié à des effets de base) à 7,6%, après 7,1% en mars.** Les salaires accélèrent le plus dans les secteurs où les rémunérations sont les plus élevées : dans la finance et les services aux entreprises (9,2%) et dans le secteur manufacturier (7%). Ils sont relativement stables dans les secteurs à faible qualification, tels que la grande distribution, l'hôtellerie, la restauration.

FOCUS : SITUATION SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

L'ABSORPTION DES DÉSÉQUILIBRES EST AMORCÉE

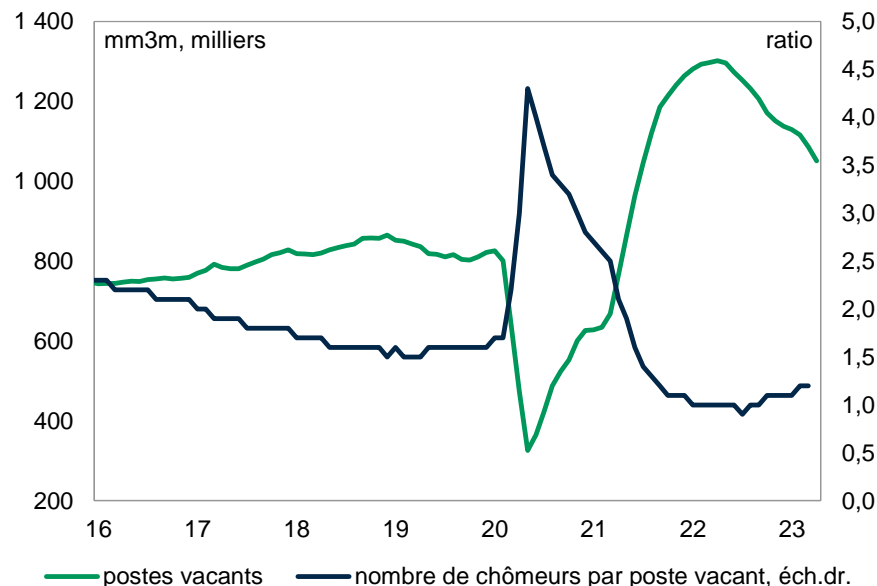
La participation se redresse, tout en restant inférieure à son pic d'avant le Covid



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Le marché du travail a commencé à s'assouplir, comme en témoigne la baisse du nombre de postes vacants pour le onzième mois consécutif et le rebond de la participation (à 63,7% en avril, contre 63% en octobre 2022). Mais ce processus en est encore à un stade précoce. **Le déséquilibre offre-demande, bien qu'ayant commencé à se résorber, continue d'occasionner des pressions à la hausse sur les salaires.** La croissance de la rémunération hebdomadaire moyenne (bonus inclus) dans l'ensemble de l'économie a atteint 6,5% sur les trois mois à fin avril, contre 6,1% en mars. Et la croissance des seuls salaires a bondi à 7,2%, après 6,8% en mars.

Le nombre de postes vacants baisse mais est toujours supérieur à 1 million



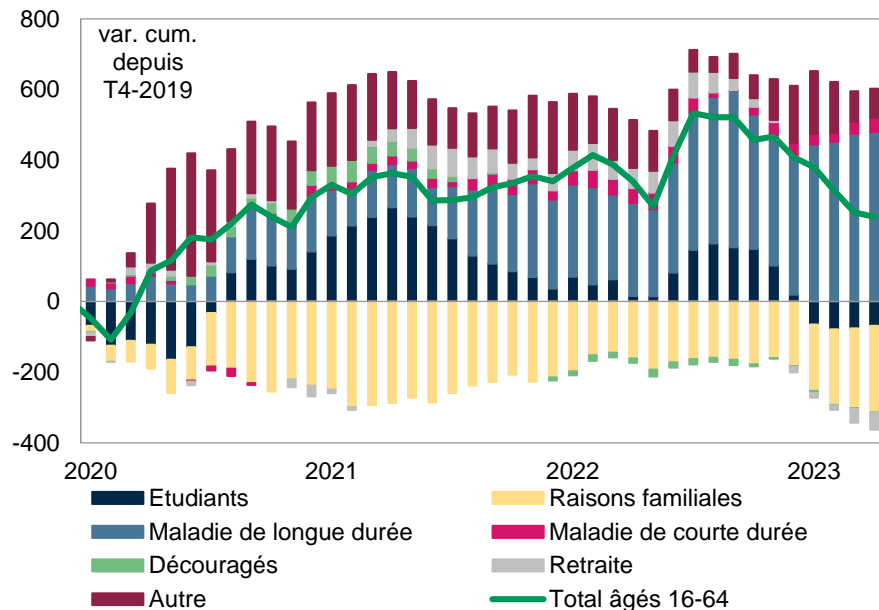
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Toutefois, un facteur exceptionnel contribue à cette accélération : la hausse de 9,7% du salaire minimum en avril (*National Living Wage*), à 10,42 £, qui a concerné 7% des salariés. Malgré cela, la BoE a indiqué que la croissance des salaires a été de 0,5 pp supérieure à ses anticipations. **Les indicateurs avancés de la croissance des salaires futurs, enquêtes KPMG/REC et Bank's Agents de la BoE, suggèrent une décélération des salaires au cours de la seconde moitié de l'année.** Ces enquêtes constatent une continuation de l'amélioration de l'offre de main-d'œuvre au mois de mai mais toujours des difficultés de recrutement, qui restent plus élevées qu'en temps normal.

FOCUS : SITUATION SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

LA NORMALISATION DE L'INACTIVITÉ SERA LENTE ET PROBABLEMENT INCOMPLÈTE

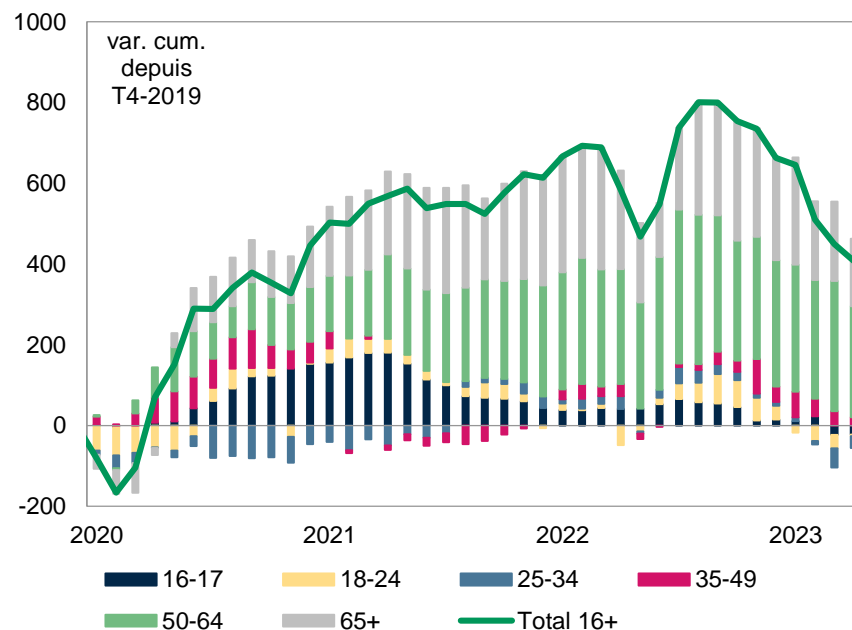
Inactivité et raisons d'inactivité :
plus de malades de longue durée



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Selon les données de l'ONS, la principale raison de la hausse de l'inactivité est une détérioration significative de l'état de santé des inactifs. En effet, il y a eu une hausse de plus de 400 000 inactifs entre le T4-2019 et le T3-2022 qui se déclarent souffrant de maladie de longue durée. Leur nombre a continué de progresser et atteint plus de 2,5 millions de personnes au T1-2023, un chiffre record. Lorsqu'on y ajoute les malades de courte durée, il y a 520 000 inactifs malades de plus par rapport au T4-2019. Cette hausse des inactifs pour raison de santé a surtout concerné les personnes entre 50 et 64 ans. **Toutefois, la hausse du nombre d'inactifs qui déclarent ne pas intégrer le marché du travail à**

Inactivité par tranche d'âge :
le rôle des 50-64 ans



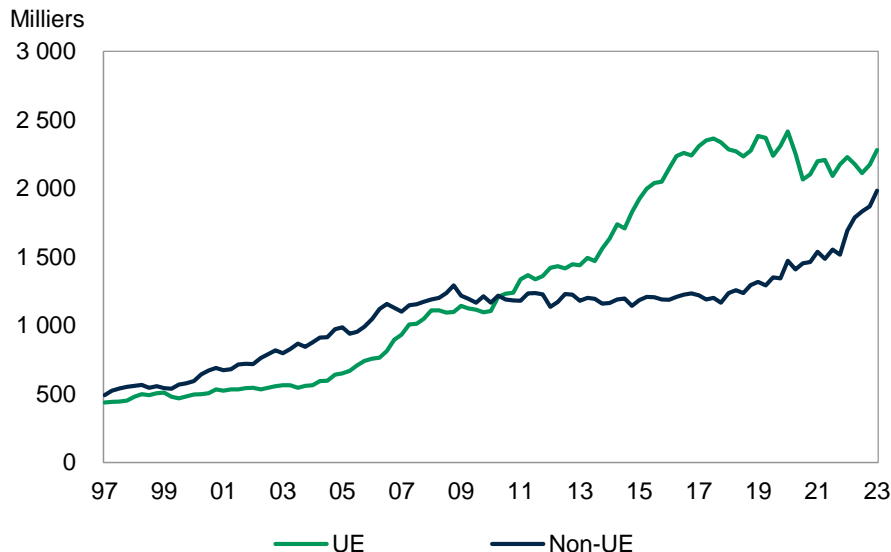
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

cause de problèmes de santé ne signifie pas nécessairement que c'est la raison de leur sortie du marché du travail. Dans une étude d'octobre 2022, l'IFS (*the Institute for Fiscal Studies*) montre que les inactifs pour des raisons de santé – principalement dans la tranche d'âge 50-64 ans – n'ont pas été actifs au cours des cinq années précédentes au moins. Ils ne peuvent donc pas expliquer la hausse de l'inactivité au cours de la pandémie. D'autres raisons, notamment des départs à la retraite, tendent à expliquer le rebond. En revanche, il y a davantage de personnes en mauvaise santé parmi ceux qui sont restés sans emploi pendant une longue période.

FOCUS : SITUATION SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

LA BAISSSE DE L'EMPLOI DE RESSORTISSANTS EUROPÉENS CONTRIBUE AUX TENSIONS SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

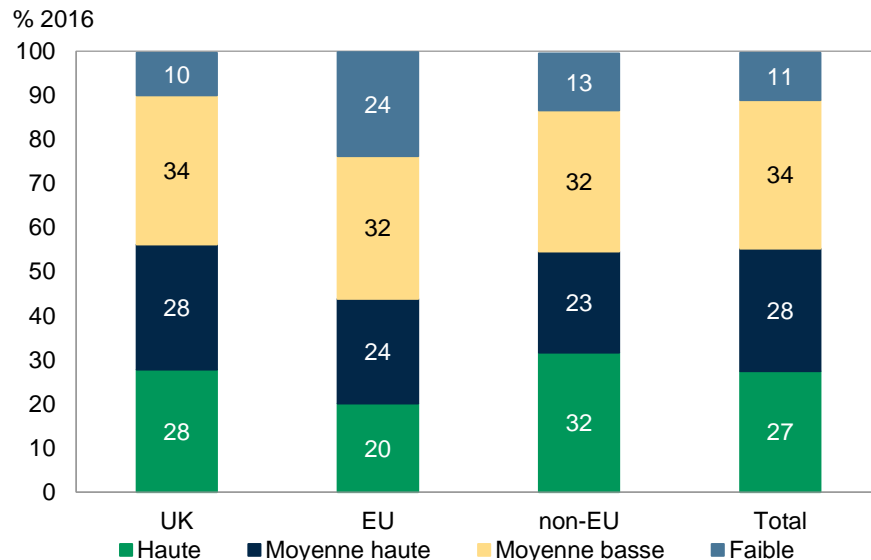
Nombre de ressortissants étrangers travaillant au Royaume-Uni



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Si le faible taux de participation permet d'expliquer en partie la faiblesse de l'offre sur le marché du travail, le *Brexit* est souvent cité comme le facteur principal des pénuries de main-d'œuvre. Cependant, les flux d'immigration totale ont fortement augmenté depuis le référendum, une forte hausse de l'immigration non-européenne faisant plus que compenser la baisse de l'immigration européenne. **Selon les dernières données de l'ONS, l'immigration nette totale est estimée à 606 000 en 2022, contre 329 000 en 2015.** Les ressortissants non-européens représentent la grande majorité des personnes arrivant sur le sol britannique (925 000), suivis de

Répartition de l'emploi par niveau de qualification



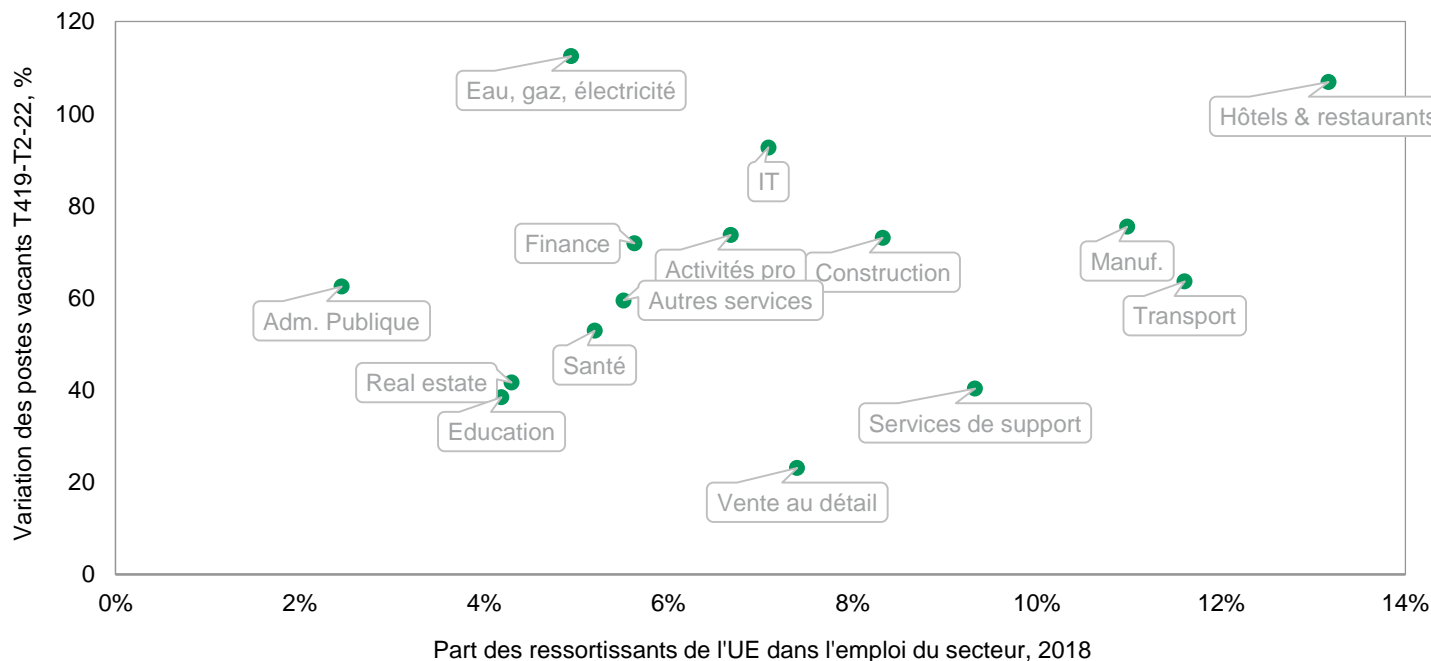
Source : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

loin par les ressortissants européens (151 000). Leurs occupations sont toutefois différentes : la grande majorité des Européens arrivait au Royaume-Uni pour travailler, tandis que les études ou l'asile sont les objectifs de la majorité des non-Européens. Parmi ceux qui travaillent, les caractéristiques des emplois sont également différentes. **Les Européens occupaient plus d'emplois peu qualifiés que les non-Européens** : en 2016, 24% des emplois occupés par des Européens étaient à faible qualification et seulement 20% à haute qualification (contre 13% et 32% respectivement pour les emplois occupés par des non-Européens).

FOCUS : SITUATION SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

LES SECTEURS QUI EMPLOYAIENT LE PLUS D'EUROPÉENS AVANT LE *BREXIT* ONT CONNU PARMIS LES PLUS FORTES PÉNURIES DE MAIN-D'ŒUVRE

Variation du nombre de postes vacants par secteur depuis le début de la pandémie jusqu'au pic



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

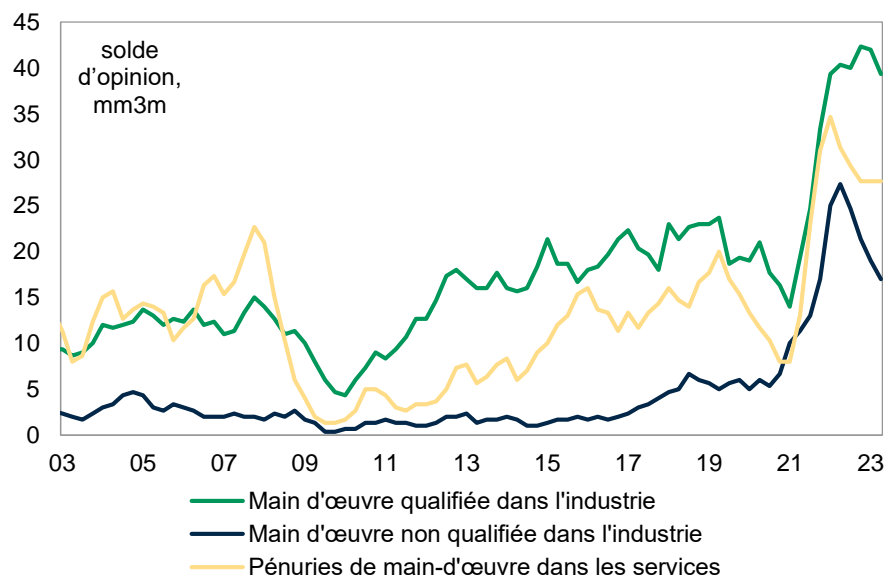
La restauration et l'hôtellerie, l'agriculture, le secteur manufacturier et le transport sont les secteurs qui employaient le plus de citoyens européens (notamment de l'Europe de l'Est). Ces secteurs ont également connu parmi les plus fortes pénuries de main-d'œuvre depuis le *Brexit*, le nouveau régime migratoire du gouvernement ayant introduit des contraintes pour l'embauche d'un Européen (salaire minimum de 26 200 £, exigences en

termes de qualifications), bien qu'il ait été assoupli pour les emplois dans le système de santé public et l'éducation. Les pénuries sont en train de se résorber lentement, mais restent encore très élevées dans la santé et les activités sociales, dans la restauration et l'hôtellerie et certains secteurs manufacturiers, la hausse de l'immigration non européenne ne comblant que partiellement le manque de main-d'œuvre européenne.

FOCUS : SITUATION SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

IMPLICATIONS : L'ABSORPTION DES DÉSÉQUILIBRES SERA LENTE

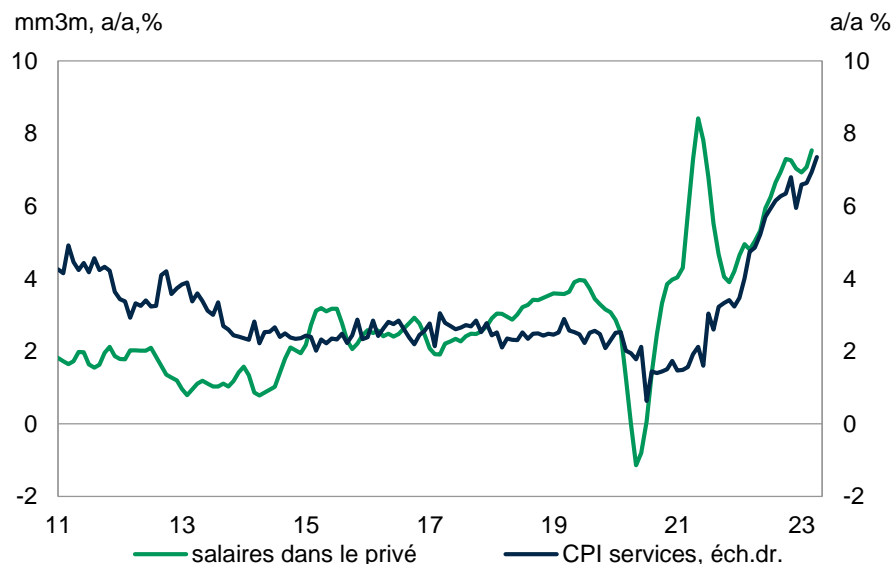
Les difficultés de recrutement risquent de demeurer élevées pour plus longtemps



Sources : CBI, Crédit Agricole SA / ECO

Le *Brexit*, l'inactivité persistante et la hausse des problèmes de santé parmi les inactifs sont autant de facteurs qui suggèrent que l'absorption des déséquilibres sur le marché du travail devrait être lente et probablement incomplète. Seuls 6 adultes sur 10 parmi ceux qui ont quitté le marché du travail depuis la pandémie envisagent de rechercher un emploi et plus de la moitié d'entre eux n'ont pas recherché de travail depuis. **Les pressions sur les salaires ont donc de fortes chances de persister, contribuant au maintien d'une inflation sous-jacente élevée, pressions que la BoE va chercher à freiner par davantage de resserrement monétaire.** En outre, si le taux de participation des 50-64 ans reste bas, la croissance potentielle va également souffrir. Dans le but d'encourager un plus grand nombre de personnes à rechercher du travail, le gouvernement a annoncé, dans son

Les pressions inflationnistes risquent de persister



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

budget du printemps, une série de mesures d'incitation : suppression de l'allocation de retraite exonérée d'impôt à vie, gratuité des services de garde d'enfants aux parents qui travaillent et davantage de soutien pour aider les personnes handicapées à trouver un emploi rémunéré. Point positif : cette population inactive détient des montants de dette relativement faibles, ce qui implique un faible risque pour les banques. Selon l'ONS, 66% sont propriétaires de leur maison, tandis que 61% n'ont aucun crédit. Les inactifs de plus de 50 ans présentent la probabilité la plus élevée d'avoir remboursé une grande partie de leur crédit immobilier et de bénéficier d'une relativement forte appréciation de la valeur de leur patrimoine, s'ils ont acheté leur maison depuis longtemps.

SOMMAIRE

- 1 SYNTHÈSE DU SCÉNARIO
- 2 DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES
- 3 FOCUS : SITUATION DU MARCHÉ DU TRAVAIL
- 4 | LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

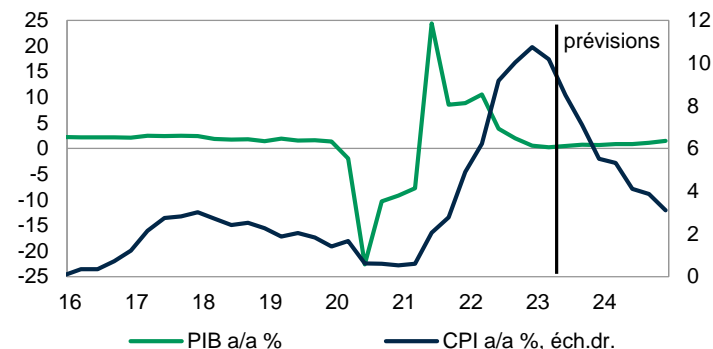
LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

LE RESSERREMENT DES CONDITIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES PÈSE SUR LES PERSPECTIVES

L'économie britannique a jusqu'à présent évité la récession, la demande faisant preuve de résistance, soutenue par des aides d'État, mais cela a eu pour conséquence une inflation sous-jacente plus élevée que prévu et des anticipations de taux en forte hausse. En conséquence, nous avons révisé à la hausse nos prévisions d'inflation (cf. [page suivante](#)) et à la baisse nos prévisions de croissance (à +0,5% pour 2023 et +1,1% en 2024, contre +0,6% et +1,4% respectivement précédemment). Après une légère accélération anticipée au T2 (rebond technique *post-grèves*), la croissance devrait ralentir de nouveau au second semestre. Nous n'intégrons pas de récession dans notre scénario central, mais nous reconnaissons que sa probabilité a augmenté en raison de la hausse des taux et de la persistance de l'incertitude.

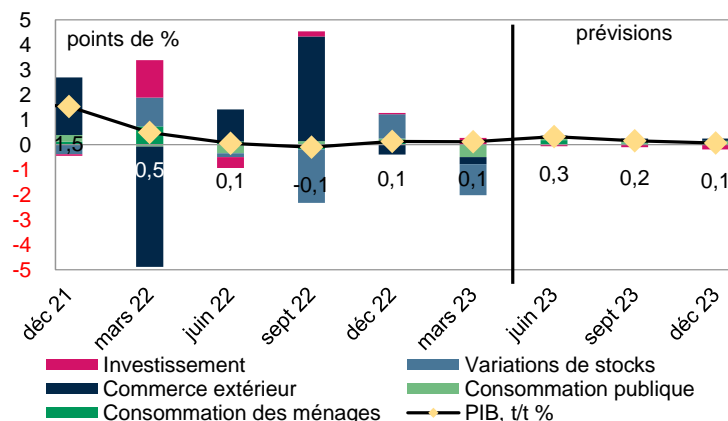
- **Les hausses de taux pèseront sur la consommation des ménages, alors même que les perspectives de pouvoir d'achat semblent s'améliorer.** La croissance du revenu réel des ménages devrait rebondir dans les prochains trimestres grâce à la baisse anticipée du taux d'inflation (des prix de l'énergie notamment), compensant une légère modération anticipée de la croissance des revenus du travail et le retrait des aides publiques. En revanche, la hausse des taux va freiner les dépenses. Son impact, moins immédiat que lors des épisodes de resserrement précédents, devrait atteindre son maximum en début d'année prochaine. Nous tablons sur une croissance très faible de la consommation privée cette année et l'année prochaine (+0,1% en 2023, +0,9% en 2024).
- **Nous anticipons une baisse de l'investissement privé cette année.** 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 limiter la contraction : aides de l'État (déductions pour l'amortissement, crédits d'impôts recherche) et des marges solides, favorisées par la baisse des coûts de production. La correction des prix sur le marché immobilier devrait peser sur l'investissement immobilier.
- **Le commerce extérieur devrait contribuer très légèrement** à la croissance dans les prochains trimestres grâce à une reprise des exportations plus forte que celle des importations. Nous anticipons toujours une légère récession des États-Unis au second semestre, mais la zone euro, principal partenaire commercial du Royaume-Uni, devrait connaître une légère accélération de son activité après deux trimestres de récession grâce à la baisse des coûts énergétiques.

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

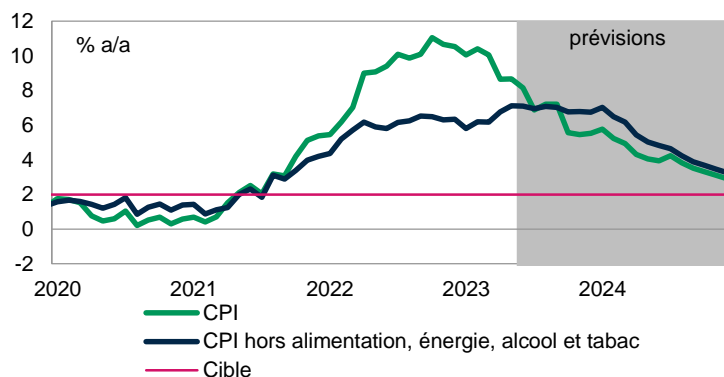
INFLATION : DES RÉVISIONS À LA HAUSSE DU SOUS-JACENT ÉLOIGNENT LA CIBLE

Les risques haussiers entourant les prévisions d'inflation, que nous avons soulignés dans notre [scénario du mois d'avril](#), se sont matérialisés. Les conditions sur le marché du travail sont restées plus tendues qu'anticipé et les salaires ont accéléré. Ainsi, l'inflation a surpris significativement à la hausse au cours des quatre derniers mois, des surprises qui ont concerné les composantes sous-jacentes. Des facteurs temporaires ont certes joué un rôle, mais ce sont surtout la demande domestique plus forte que prévu et des effets de second ordre dans les comportements de fixation des prix et des salaires qui permettent d'expliquer la persistance de l'inflation.

Nous avons révisé à la hausse nos prévisions d'inflation sous-jacente. Elle devrait rester proche de 7% jusqu'à la fin de l'année. En conséquence, l'inflation totale baissera beaucoup plus lentement que prévu il y a trois mois avec un repli anticipé à 5,5% au T4-2023 et à 3,1% au T4-2024, contre respectivement 4% et 1,1% prévus précédemment. Elle ne retrouvera plus la cible de 2% à la mi-2024, mais courant 2025 seulement.

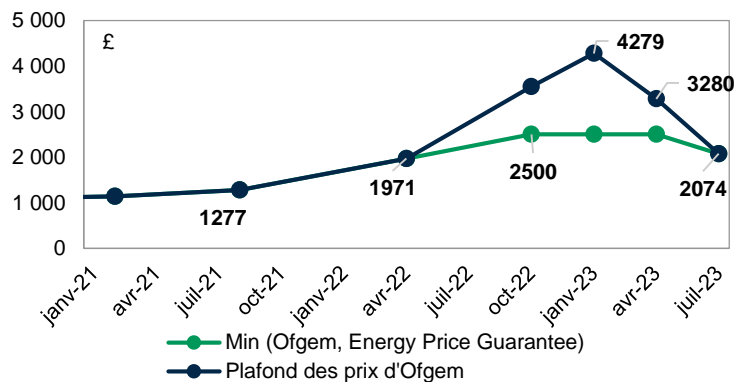
À court terme, la baisse anticipée de l'inflation est toujours attribuable à de puissants effets de base dans les prix de l'énergie, amplifiés par une baisse supplémentaire de 17% des tarifs de gaz et d'électricité à partir du 1^{er} juillet. Le régulateur Ofgem a révisé ses plafonds des tarifs de gaz et d'électricité à 2 074 livres pour la période 1^{er} juillet-30 septembre 2023, contre 2 500 livres (facture annualisée pour le ménage-type) selon le tarif de la *Energy Price Guarantee* en vigueur jusqu'à fin juin. En conséquence à partir de juillet, la contribution des prix de l'énergie au taux d'inflation totale devrait devenir fortement négative.

Inflation CPI et inflation sous-jacente



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Facture annuelle du ménage type (gaz et électricité)

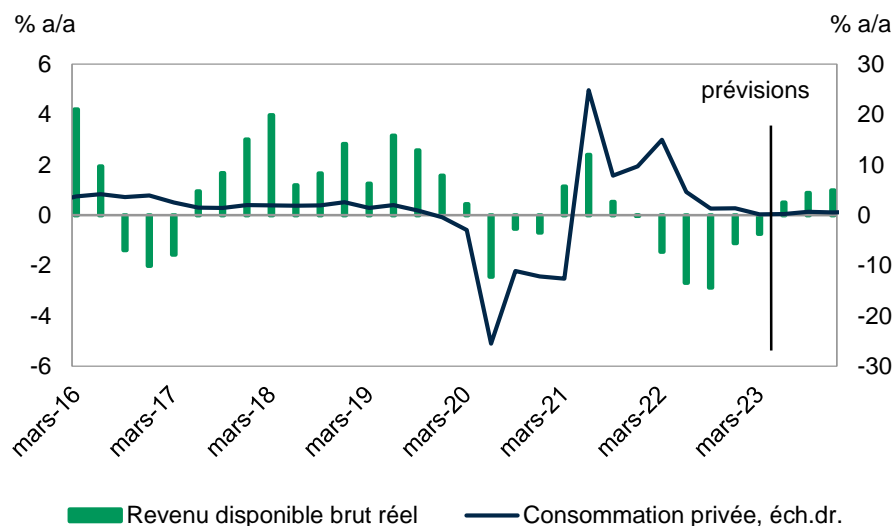


Sources : heatable.co.uk, gov.uk, Crédit Agricole SA / ECO

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

MÉNAGES : L'ÉROSION DU POUVOIR D'ACHAT BIENTÔT TERMINÉE

Le pouvoir d'achat devrait rebondir dans les prochains mois

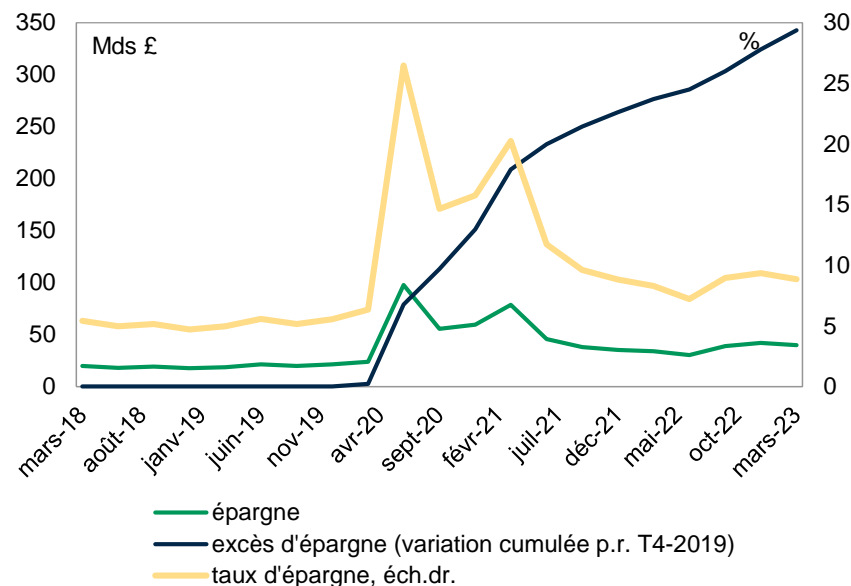


* Revenu disponible brut réel déflaté par déflateur des dépenses de consommation

Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Les perspectives de consommation des ménages semblent meilleures qu'il y a trois mois, malgré la hausse des taux. La confiance des consommateurs se redresse, à partir de niveaux très bas. Le marché du travail reste tendu et le taux de chômage ne devrait augmenter que très légèrement sur notre horizon de prévision (à 4,1% fin 2023). L'érosion du pouvoir d'achat devrait être bientôt terminée avec la chute anticipée de l'inflation, notamment celle des prix de l'énergie (en juillet les ménages bénéficieront d'une baisse de 426 £ de leur facture annualisée d'énergie) et le maintien d'une croissance des salaires nominaux relativement élevée au cours des prochains mois. Le revenu réel disponible des ménages s'est encore contracté de 0,8% en variation trimestrielle au T1, après avoir rebondi de 1,3% le trimestre précédent. Mais sa contraction sur un an n'a été plus que de -0,7%, contre

L'épargne des ménages demeure un coussin de soutien non négligeable à la consommation



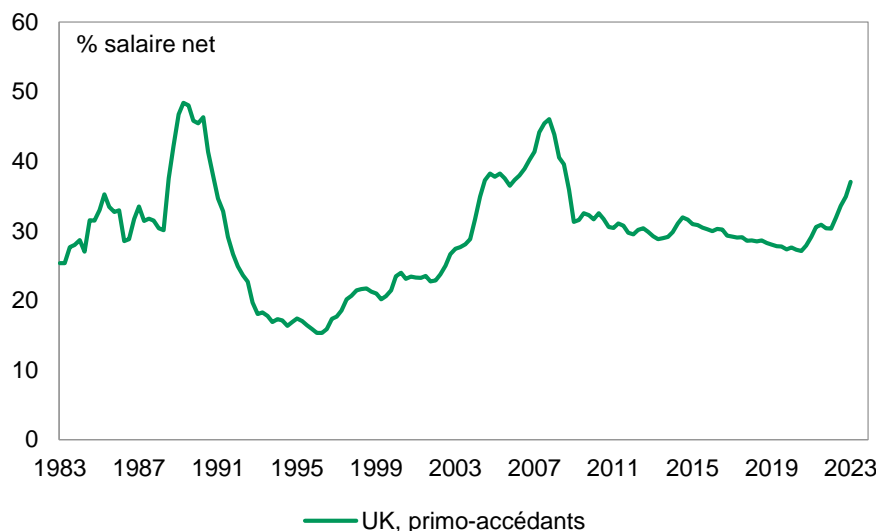
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

-2,9% au T3-2022. La croissance des revenus réels devrait redevenir positive au deuxième trimestre. En revanche, notre scénario table sur une croissance de la consommation des ménages plus faible que le rebond anticipé du pouvoir d'achat ne le laisserait présager. La persistance de l'incertitude et l'ajustement en cours du marché immobilier devraient continuer de brider la consommation des ménages au profit de la constitution d'épargne (à 8,7% le taux d'épargne est toujours supérieur à son niveau d'avant Covid) et/ou du remboursement de crédits. La hausse des taux devrait continuer de peser sur les flux de nouveaux crédits et sur les dépenses de consommation des ménages endettés à taux variable ou à des taux fixes de courte maturité (qui représentent la majorité des crédits immobiliers).

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

CRISE HYPOTHÉCAIRE : LES MÉNAGES ENDETTÉS SUBIRONT LE CHOC

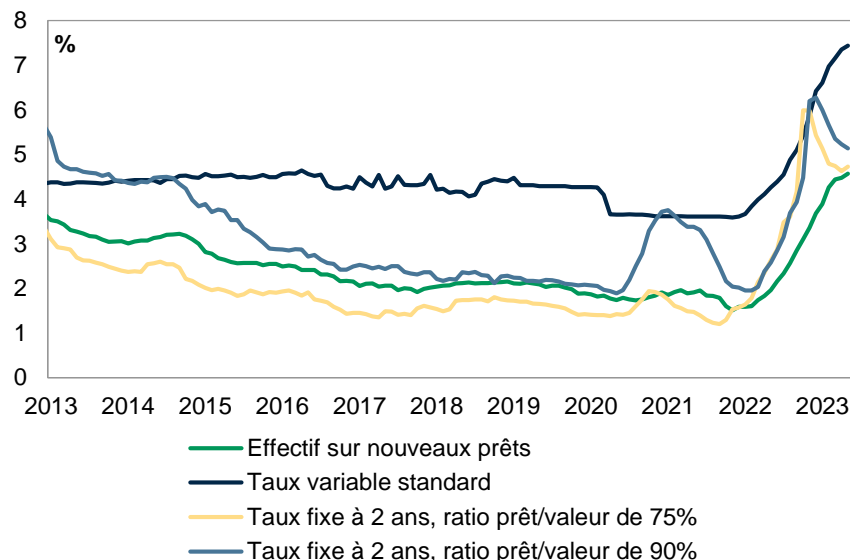
Les remboursements de crédits hypothécaires atteindront leur pic de 2007



Sources : Nationwide, Crédit Agricole SA / ECO

La persistance de l'inflation a poussé vers le haut les anticipations de taux de la BoE à plus de 6%, dépassant les niveaux atteints lors de la débâcle des fonds de pension qui a été provoqué par le budget de Liz Truss. Après une accalmie en début d'année, les taux hypothécaires sont repartis à la hausse : le taux moyen sur nouveaux prêts s'est établi à 7% en mai, selon les dernières données de la BoE. Mais selon Citi, le taux moyen à deux ans a désormais atteint 6,2% actuellement et le taux à cinq ans 5,8%. L'impact de la hausse des taux est moins immédiat que par le passé, la majorité des emprunts étant à présent à taux fixe (à maturité inférieure ou égale à cinq ans) et non à taux variable. L'impact sur la consommation des ménages sera donc plus étalé dans le temps. Selon *Resolution Foundation*, environ la moitié (56%) des ménages possédant un crédit immobilier ont vu leur crédit expirer à fin juin, mais encore 3,3 millions (44%) vont devoir refinancer leur crédit à taux fixe. Le pic des

Les taux sur crédit immobiliers ont grimpé rapidement avec les surprises sur l'inflation



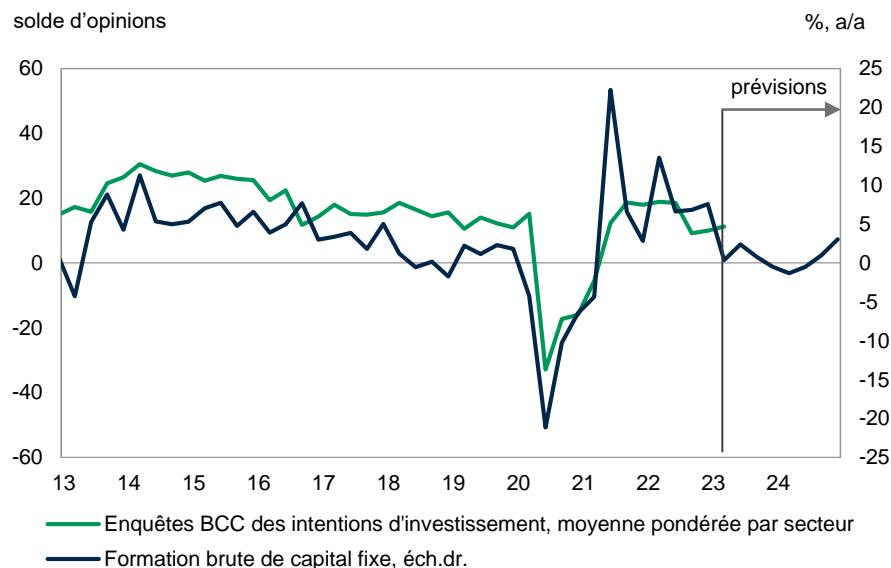
Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

refinancements de crédits hypothécaires devrait arriver au T1-2024, selon Citi, avec des remboursements de crédit atteignant 40% du revenu disponible, s'approchant du pic de 2007. L'impact des hausses de taux devrait être concentré sur un nombre moins important de ménages que par le passé. Le vieillissement de la population signifie que plus de ménages ont remboursé leur crédit immobilier, tandis que moins de jeunes ont accès à la propriété. Ainsi, *Resolution Foundation* estiment que la part de ménages possédant un crédit immobilier a chuté à moins de 30% dans les années 2000, après avoir été près de 40% en 1989. Dans le même temps, les ménages possédant un crédit hypothécaire sont plus lourdement endettés que leurs correspondants historiques. La hausse anticipée des remboursements de crédits consécutive à la hausse des taux va atteindre 3% du revenu disponible – soit environ 2 000 £/an – plus significatif que lors des périodes de resserrement des cinquante dernières années.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

INVESTISSEMENT : LA HAUSSE DES TAUX PÈSE SUR LES PERSPECTIVES

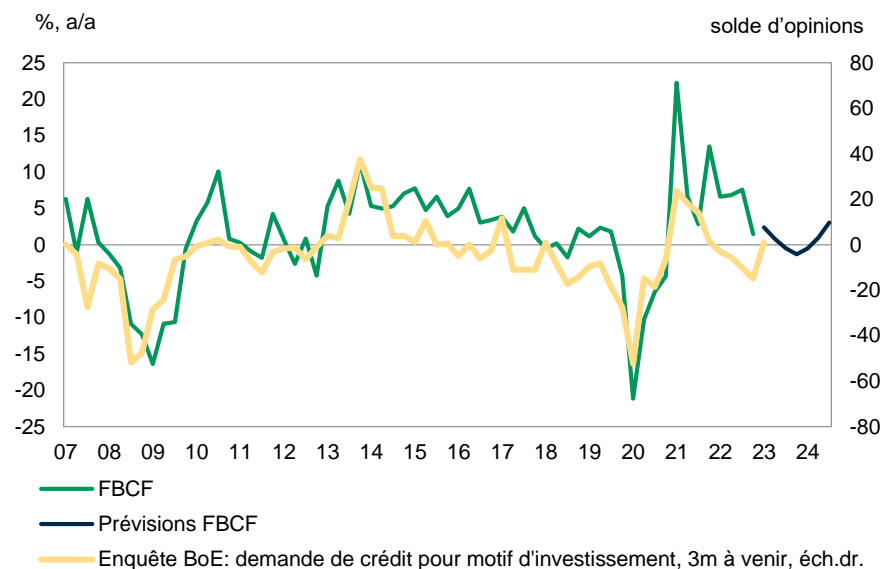
Intentions d'investissement et formation brute de capital fixe (FBCF)



Sources : ONS, Crédit Agricole SA/ECO

À l'exception de l'investissement immobilier, qui recule pour le deuxième trimestre consécutif (-2,1%, après -1,9% au T4-22), le resserrement des conditions monétaires et financières a eu peu d'impact sur l'investissement jusqu'à présent. La formation brute de capital fixe a même accéléré au T1-23 (+2,4% sur le trimestre après +0,3% au T4) grâce à un rebond non négligeable de l'investissement productif (+3,3%, après -0,2% au T4-22) et au maintien d'un rythme de croissance soutenu de l'investissement public (+8,2%, après +8,3% au T4-22). Le rebond de l'investissement productif pourrait être en partie temporaire en raison de l'avancement de la part des entreprises de certains projets d'investissement en amont de l'expiration de la déduction pour l'amortissement « *super deduction* » le 31 mars 2023. Nous continuons d'anticiper une contraction de l'investissement au cours du

Investissement et demande de crédit pour motif d'investissement



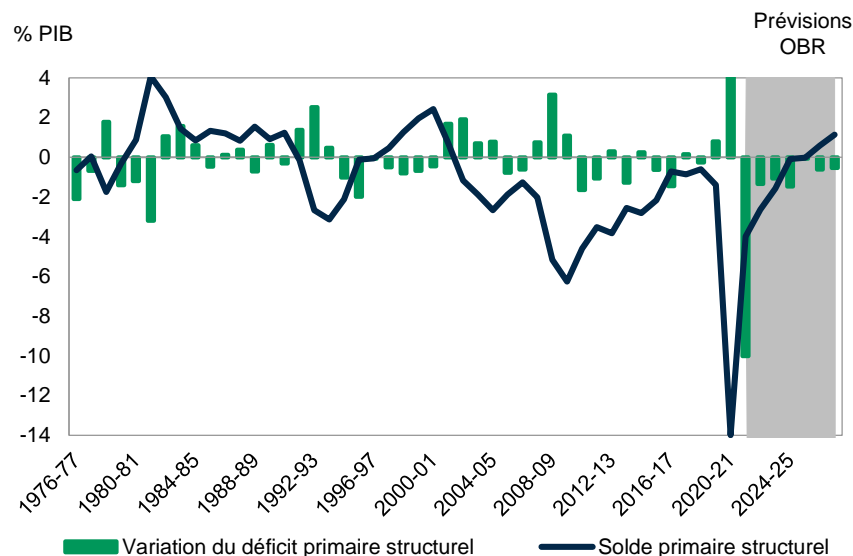
Sources : ONS, BoE Credit Conditions Survey, Crédit Agricole SA/ECO

reste de l'année en raison du resserrement des conditions financières et de l'incertitude persistante sur les perspectives. Les intentions d'investissement restent faibles. Le coût moyen des nouveaux crédits aux entreprises non-financières a augmenté fortement, à 6,32% en mai, 429 pdb au-dessus de leur niveau en décembre 2021. Néanmoins, quelques facteurs de soutien devraient limiter la contraction : aides de l'État (déductions pour l'amortissement, crédits d'impôts recherche) et des marges solides, favorisées par la baisse des coûts de production. L'enquête de la BoE sur les conditions de crédit au T2-23 fait état d'un redressement de la demande de crédit pour motif d'investissement attendu pour les trois mois à venir, ce qui tend à confirmer nos anticipations d'une relative résistance de l'investissement.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

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

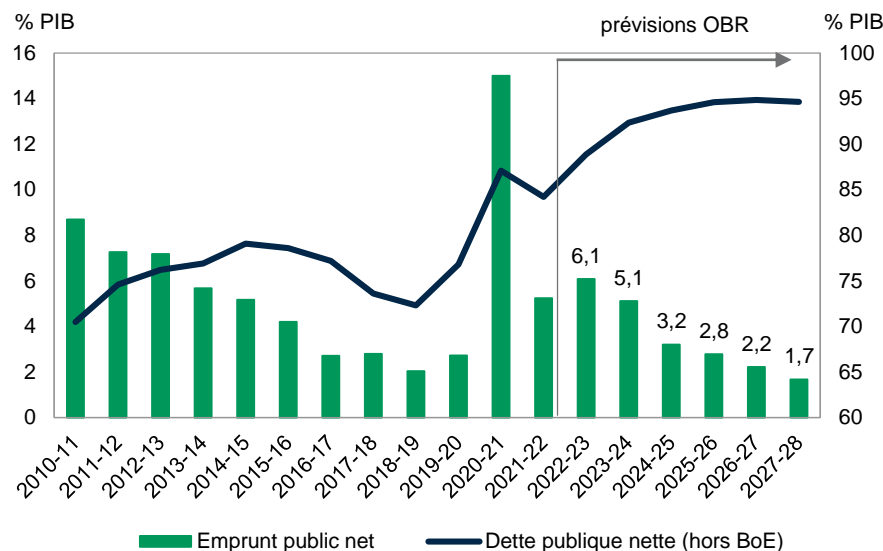
L'impulsion budgétaire sera négative dans les prochaines années



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 avait été rendu possible par un déficit public plus faible que prévu et par des révisions à la hausse des prévisions économiques de l'OBR dans son *Economic and Fiscal Outlook* de mars. 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. Il a notamment prolongé le plafond des prix de l'énergie (*Energy Price Guarantee*) en vigueur depuis le 1^{er} octobre 2022 à 2 500 livres (facture annualisée pour le ménage-type) jusqu'à la fin du mois de juin. Ce plafond a constitué une des mesures-clés pour soutenir les ménages dans la crise énergétique. Entre sa mise en place en octobre 2022 et fin juin 2023 il a permis d'alléger la facture du ménage-type de 1100 livres par rapport aux plafonds des prix du régulateur

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



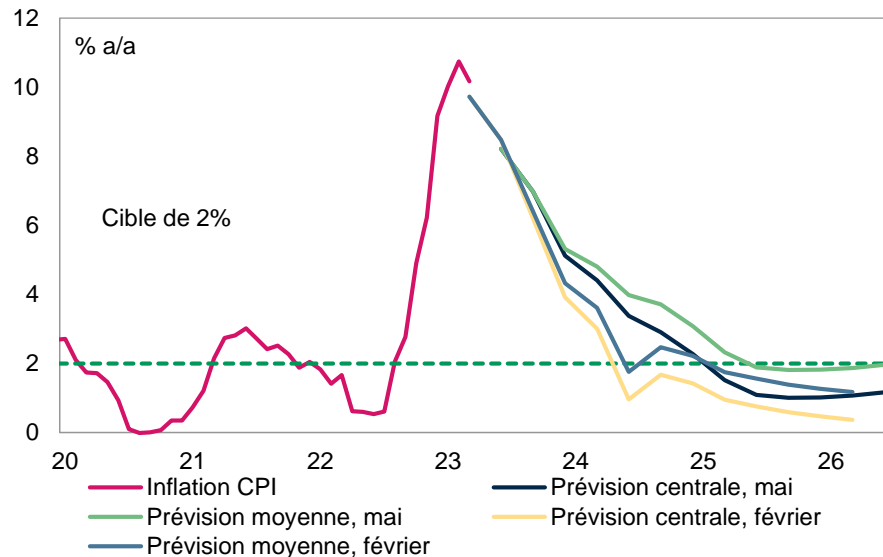
Sources : OBR *Economic and Fiscal Outlook* – March 2023

Ofgem. Des mesures pour accélérer l'investissement ont constitué le point d'orgue du budget de mars, notamment des crédits d'impôt 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). 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 a pour objectif de dynamiser la participation sur le marché du travail. Un assouplissement budgétaire supplémentaire est possible à l'automne prochain (à l'occasion du discours de l'automne) grâce à un déficit budgétaire moins élevé que prévu pour l'année fiscale 2022-23 (de 18,3 milliards de livres par rapport aux prévisions de l'OBR de mars).

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

BANK OF ENGLAND : LUTTER CONTRE LA PERSISTANCE DE L'INFLATION

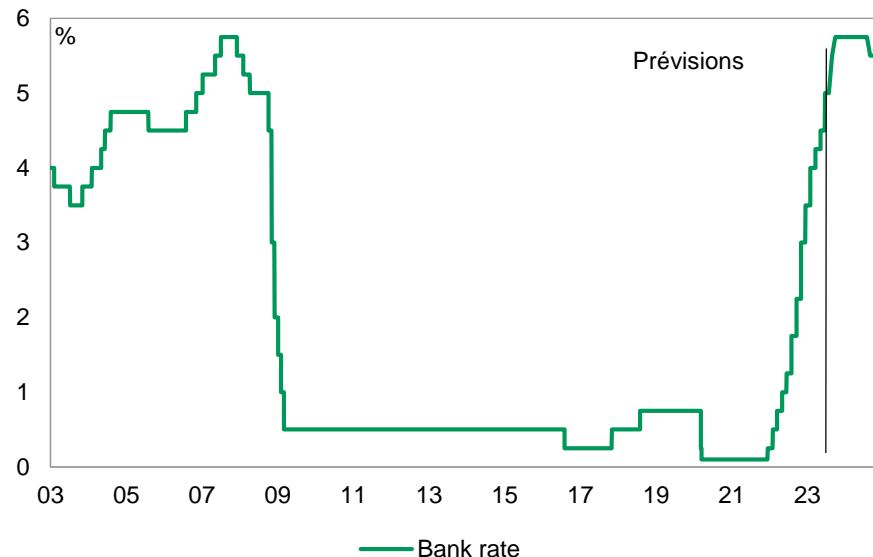
Révisions à la hausse des prévisions d'inflation de la BoE – Cible atteinte en 2025



Sources : BoE's monetary policy reports, Crédit Agricole SA/ECO

Après avoir ralenti le rythme de resserrement à 25 pdb en avril, la BoE a opéré un changement de tonalité significatif au mois de mai. Plus *hawkish*, elle a révisé significativement à la hausse ses prévisions de croissance (écartant désormais la récession du scénario central), d'inflation (avec une cible atteinte seulement début 2025, contre mi-2024 prévu auparavant), et à la baisse ses prévisions de taux de chômage (qui resterait inférieur à 4% jusqu'à la fin de l'année prochaine). En juin, après que l'inflation a surpris quatre mois d'affilée, la BoE a fini par appuyer sur l'accélérateur, votant une hausse de taux de 50 points de base. Le taux directeur a été ainsi porté à 5%, son plus haut niveau depuis février 2008. La BoE a noté : « il y a eu des nouvelles significatives dans les données récentes qui signalent une inflation plus persistante sur fond d'un marché du travail tendu et d'une résistance continue de la demande ».

Taux directeur : pic prévu à 5,75% à l'automne et infléchissement en 2024



Sources : ONS, Crédit Agricole SA/ECO

Il y a eu de fortes surprises notamment du côté des indicateurs que la BoE suit de près pour juger de la persistance des pressions inflationnistes, à savoir les conditions sur le marché du travail, l'inflation dans les services et la croissance des salaires. Nous anticipons une poursuite du resserrement monétaire dans les prochains mois. Nous tablons sur une hausse de taux de 50 pdb en août suivie par 25 pdb en septembre, ce qui porterait le taux directeur à 5,75%. La BoE a sans doute ralenti trop tôt son resserrement, ce qui l'oblige à présent à monter les taux plus haut. Mais un resserrement plus fort des conditions financières augmente la probabilité d'une baisse de l'inflation sous la cible de 2% à l'horizon des trois prochaines années. Cela devrait conduire la BoE à rebrousser chemin en 2024. Nous inscrivons dans notre scénario une première baisse de taux au T3-2024.

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
10/07/2023	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri-Agroalimentaire
07/07/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
06/07/2023	Vietnam : le grand gagnant de la bataille des relocalisations ?	Asie
06/07/2023	France – Scénario 2023-2024 : malgré le recul de l'inflation, la croissance patine	France
05/07/2023	Zone euro – La nouvelle baisse de l'inflation n'est pas encore en mesure de convaincre la BCE	Zone euro
05/07/2023	Fintech Outlook au premier semestre 2023 – L'ultime défi !	Fintech
03/07/2023	Italie – Des signaux mi-figue mi-raisin	Italie
30/06/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
30/06/2023	Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : une "normalisation" laborieuse	Monde
29/06/2023	Arabie saoudite - Chine – Des relations commerciales et politiques qui s'intensifient	Asie, Moyen-Orient
28/06/2023	Europe – Le financement de la reconstruction de l'Ukraine au miroir du plan de relance européen	Europe
27/06/2023	Le combat collaboratif, enjeu de la compétition des industries de défense européenne et américaine	Défense
26/06/2023	Parole de banques centrales – La BoE appuie de nouveau sur l'accélérateur sur fond de persistance de l'inflation	BOE
23/06/2023	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
22/06/2023	Chine : quelle réaction face au ralentissement de la croissance ?	Asie
21/06/2023	Royaume-Uni – Le marché du travail met la BoE au défi de poursuivre le resserrement	Royaume-Uni
20/06/2023	Zone euro – Une hausse de la production industrielle en trompe l'œil	Zone euro

Slavena Nazarova

+33 1 43 23 21 40 ☎

slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr



Achévé de rédiger le 7 juillet 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.