

LES MÉNAGES BRITANNIQUES RESTENT SOUS PRESSION

Le parti vainqueur des élections législatives du 4 juillet reprendra les rênes d'une économie en manque de souffle. Le scénario d'un ralentissement de la croissance au deuxième trimestre (+0,2% t/t), et sur l'intégralité de l'année 2024, reste notre prévision centrale. Les enquêtes d'opinion (PMI, indice GfK de confiance des ménages) et l'investissement ont, certes, repris des couleurs, mais la consommation des ménages demeure déprimée. Si la désinflation soutient le pouvoir d'achat, la hausse du chômage ainsi que la persistance de taux d'intérêt et d'épargne élevés en limitent les effets. La remontée des arriérés de paiements sur les emprunts immobiliers indique que le choc de refinancement continue de se propager. Le retour de l'inflation à 2% en mai confortera la Banque d'Angleterre dans son choix d'initier une première baisse des taux directeurs, en août, selon nos prévisions, ce qui redonnera (un peu) d'oxygène aux ménages.

Après des mois de résistance, les dernières évolutions du chômage marquent-elle les prémices d'un retournement du marché du travail ? Il est encore trop tôt pour le dire. Néanmoins, le nombre de personnes inscrites à l'assurance-chômage (*claimant count*), qui évoluait depuis deux ans déjà à un niveau nettement supérieur à la période précédant la crise sanitaire, a grimpé de 50 300 en mai, la plus forte progression mensuelle, hors Covid-19, depuis 2009¹. Les enquêtes PMI restent néanmoins bien orientées. L'indice composite est stable et en territoire positif depuis le début de l'année 2024 (53,0 en mai), tandis que le sous-indicateur pour l'emploi ne décroche pas, bien que tout juste en territoire expansionniste (50,6). La confiance des ménages progresse également sur fond de gains de pouvoir d'achat : l'indice GfK a atteint en mai son meilleur niveau depuis décembre 2021.

Néanmoins, la persistance de taux de financement élevés maintient les ménages sous pression. Le taux d'intérêt moyen sur les prêts à l'habitat est quasi-stable depuis septembre et proche de 8%. La part des arriérés de paiements dans l'ensemble des encours de prêts immobiliers gagne du terrain depuis l'été 2022, à la suite du déclenchement du cycle de resserrement monétaire, pour atteindre 1,3% au T1 2024. Lors de la crise des *subprimes*, ce chiffre était monté à 3,5% au T2 2009.² Si comparaison n'est pas raison, cela offre tout de même un point de référence important. Par ailleurs, les effets du resserrement monétaire agissent avec un délai et une partie des ménages britanniques ayant emprunté à des taux fixes sur une période relativement courte (2 à 5 ans) doivent encore renouveler leurs crédits à des taux plus élevés. Dans un scénario défavorable, où le chômage serait amené à progresser et les taux d'emprunt à l'habitat se maintiendraient à un niveau élevé, la part des arriérés de paiements continuerait de progresser, fragilisant davantage la consommation des ménages et l'économie britannique dans son ensemble.

L'abaissement du plafond sur les tarifs réglementés du gaz et de l'électricité en avril (-12,3%), qui se poursuivra en juillet (-7,2%) a permis à l'inflation *headline* de retomber à 2% en mai. Néanmoins, l'inflation dans les services reste vigoureuse, soutenue par la progression dynamique des salaires de base (+5,7% en glissement annuel en avril). Les dernières enquêtes PMI permettent d'espérer une désinflation plus marquée à venir dans les services (l'indice sur le prix des intrants a chuté de 7 points en mai, la seconde plus forte baisse mensuelle jamais enregistrée). Néanmoins, l'arbitrage pour la BoE, entre stabilité des prix et croissance économique, reste délicat.

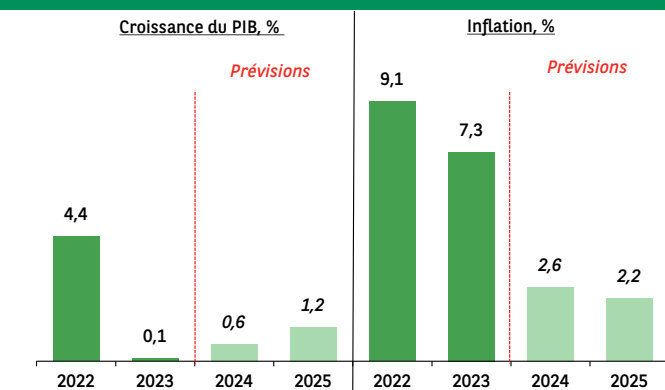
Les faibles gains de productivité et la croissance soutenue des rémunérations pèsent par ailleurs sur la rentabilité des entreprises. Au dernier trimestre 2023, les coûts unitaires du travail progressaient de 6,9% en glissement annuel contre une inflation CPI de 4,2%. Si une partie des entreprises semble avoir été capable, dans un premier temps, d'absorber ce renchérissement des coûts salariaux, via une hausse des prix de vente et/ou une baisse des marges,

¹ Ces chiffres proviennent de sources administratives et ne sont pas concernés par les problèmes de l'enquête mensuelle auprès des ménages (LFS), en cours de refondation.

² Ces données sont issues du Financial Conduct Authority (FCA) et peuvent varier en niveau avec les statistiques de UK Finance en raison de méthodologies différentes et notamment sur le seuil utilisé (à partir de 1,5% d'arriérés sur le montant empruntés pour le FCA et 2,5% pour UK Finance). Le chiffre d'arriérés annoncé par UK Finance s'élevait à 1,1% au T1 2024.

³ Le programme *Help to Buy*, instauré entre 2013 et 2023, permettait aux ménages achetant un logement neuf de financer une partie de cet achat grâce à un emprunt souscrit auprès de l'État, sans intérêt durant les cinq premières années et avec un remboursement du principal après 25 ans ou à la vente du logement. Le *Quadruple Lock* imposerait au seuil minimal d'imposition, actuellement gelé à £12 570, de s'ajuster chaque année sur la hausse la plus importante entre le taux d'inflation (IPC), la progression du salaire moyen et une croissance de 2,5%.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Les mesures pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages

Les manifestes des partis conservateur et travailliste ont été dévoilés le 13 juin. Les grandes mesures de soutien aux ménages mises en avant par les conservateurs incluent des nouvelles baisses du taux de cotisation sociale employés, son abolition pour les travailleurs indépendants, ainsi que la suppression des droits d'enregistrement (*stamp duty*) pour les primo-accédants. S'y ajoute la réintroduction du programme d'aide à l'achat immobilier neuf (*help-to-buy scheme*) et le renforcement des mécanismes de protection des pensions de retraite (*Quadruple Lock* ou *Triple Lock Plus*)³. Ces mesures seraient financées principalement par un durcissement des prestations sociales, une chasse à l'évasion fiscale et une accélération de la transition des systèmes d'indemnisation « décentralisée » vers le système unifié du Crédit universel.

Pour le parti travailliste, les mesures de soutien direct au pouvoir d'achat sont moins explicites dans le manifeste, l'accent étant mis sur celles destinées à améliorer les services publics (éducation, santé). Le *Labour* a déjà annoncé son intention d'étendre l'éligibilité du salaire de subsistance nationale (*National Living Wage*) aux 18-20 ans, de réformer le système des « contrats zéro heure » et des congés parentaux. Le parti se donne jusqu'à cent jours après son élection pour introduire de nouvelles législations pour améliorer les conditions des travailleurs britanniques. Ces mesures seraient financées par une suppression des avantages fiscaux accordés aux non-domiciliés, une augmentation de 1% du *stamp duty* pour les résidents non-britanniques, l'introduction d'une TVA et d'un taux d'imposition pour les écoles privées, et le renforcement de la lutte contre l'évasion fiscale.

La question est de savoir jusqu'à quand cela peut durer. En tout état de cause, l'économie britannique devrait continuer de sous-performer la plupart des autres économies du G7 au cours des prochains trimestres.

Guillaume Derrien (avec l'aide d'Elisa Petit, stagiaire)
guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

