



**Slavena NAZAROVA**

# ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2024-2025

## DÉBUT D'UN CYCLE DE CROISSANCE MOLLE

**Avril 2024**

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT  
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



# SYNTHÈSE : DÉBUT D'UN CYCLE DE CROISSANCE MOLLE

## Les points-clés du scénario

- ▲ L'inflation décélère grâce aux prix de l'énergie et des biens industriels
- ▲ La croissance des salaires réels alimentera la consommation privée
- ▲ Les baisses de taux à venir soutiendront l'investissement, surtout immobilier
- ▼ La rigidité de l'inflation dans les services ralentira l'assouplissement monétaire
- ▼ La politique budgétaire restera restrictive quel que soit le prochain gouvernement
- ▼ Le commerce extérieur contribuera négativement à la croissance

	2022	2023	2024	2025
a/a, %				
PIB	4,3	0,1	0,5	1,4
Consommation privée	4,8	0,2	0,9	2,0
Consommation publique	2,3	0,5	1,8	1,6
Investissement	8,0	2,2	1,1	3,3
Inflation	9,1	7,3	2,3	1,9
Taux de chômage a%	3,9	4,0	4,0	3,9
Contribution au PIB, pp				
Demande intérieure	4,8	0,0	0,9	2,2
Exportations nettes	-1,7	0,3	-0,4	-0,7
Stocks	1,0	-0,9	-0,1	0,0

Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La croissance de l'économie britannique en 2023 a été atone, avec une légère récession enregistrée au second semestre, la politique monétaire restrictive ayant pesé sur la demande. L'inflation s'est repliée plus fortement que prévu, passant de 11,1% sur un an en octobre 2022 à 4% en décembre 2023, tirée à la baisse par les prix de l'énergie et la modération de l'inflation des biens industriels.

L'inflation devrait reculer sous la cible au deuxième trimestre 2024 en raison d'une nouvelle baisse des prix du gaz et d'électricité le 1<sup>er</sup> avril, avant de repasser légèrement au-dessus de la cible dans la seconde moitié de l'année. Cela ne devrait pas empêcher la BoE d'entamer un cycle très graduel d'assouplissement monétaire en juin prochain.

La consommation des ménages devrait être le principal moteur de la reprise anticipée cette année, portée par une croissance solide des revenus réels, des conditions favorables sur le marché du travail et les signes de reprise sur le marché immobilier. L'accélération de l'activité devrait redynamiser l'emploi et le taux de chômage devrait rester bas. Néanmoins, les taux élevés, la faiblesse de la demande externe et une compétitivité détériorée pèsent sur le potentiel de reprise.

# SYNTHÈSE : DÉBUT D'UN CYCLE DE CROISSANCE MOLLE

## L'ÉCONOMIE REDÉMARRE, AVEC LA DÉSINFLATION ET LA PROXIMITÉ DES BAISSÉS DE TAUX

Notre scénario table désormais sur une croissance du PIB britannique à 0,5% pour 2024 et 1,4% pour 2025, contre une prévision de 0,3% et 1,2% respectivement il y a trois mois. Les principaux facteurs à l'origine de cette amélioration sont le léger assouplissement budgétaire annoncé début mars dans le *Spring Budget* ainsi que des révisions à la baisse des prévisions d'inflation et du taux directeur de la Banque d'Angleterre (BoE).

Après avoir enregistré une récession technique au troisième et quatrième trimestres 2023 avec une baisse cumulée du PIB de 0,5% au quatrième trimestre par rapport au deuxième trimestre, l'économie britannique a commencé à se redresser. Le PIB a augmenté de 0,3% sur un mois en janvier et de 0,1% en février. La croissance sur le premier trimestre pourrait même dépasser notre nouvelle prévision de 0,3% (révisée à la hausse de 0,2 point). La consommation des ménages pourrait croître fortement comme le suggère le fort rebond des ventes au détail sur les deux premiers mois de l'année (+3,7% entre fin décembre et fin février). Les fondamentaux de la demande intérieure, en particulier le pouvoir d'achat, se sont progressivement améliorés, créant ainsi les conditions d'une reprise de la consommation privée. Le marché du travail reste tendu, bien qu'il s'assouplisse lentement : à 3,9% en moyenne sur les trois mois à fin janvier le taux de chômage est proche de ses plus bas niveaux historiques et inférieur à son niveau non inflationniste. La croissance des salaires est d'environ 6% sur un an ; la croissance des revenus disponibles réels est maintenant

positive depuis trois trimestres (à 2,5% en glissement annuel au quatrième trimestre) ; le taux d'épargne (en hausse à 10,5%) est plus élevé qu'avant la crise sanitaire ; le pic des taux hypothécaires est dépassé et le marché du logement commence lentement à se redresser.

En outre, au mois de mars, le chancelier a annoncé un nouvel assouplissement budgétaire de 0,2% du PIB par an en moyenne : ce chiffre est certes moins important que dans les budgets précédents (cf. les 0,6% annoncés en novembre dans l'*Autumn Statement*), mais il s'agit du troisième assouplissement consécutif. Les principaux cadeaux fiscaux consistent en une baisse de 2 points des charges sociales (ou NIC pour *National Insurance contributions*) pour les salariés et les indépendants à partir du mois d'avril, qui fait suite à une baisse similaire dans l'*Autumn Statement*, ainsi qu'une extension pour encore un an du gel de la taxe sur les carburants. Ils sont en partie compensés par des hausses d'impôts.

À court terme, ces mesures gouvernementales devraient soutenir la demande intérieure, de même que l'augmentation de 10% du salaire minimum en avril et une forte baisse prévue de l'inflation au deuxième trimestre. À moyen et long termes, on peut espérer qu'en suscitant une augmentation de l'offre de main-d'œuvre, elles améliorent légèrement les perspectives de la croissance potentielle (d'environ 0,25 point de pourcentage) et aient donc un effet désinflationniste.

# SYNTHÈSE : DÉBUT D'UN CYCLE DE CROISSANCE MOLLE

## LES RISQUES PÈSENT SUR LA CONFIANCE

Les risques qui pèsent sur les perspectives économiques et budgétaires restent toutefois importants. Tout d'abord, les risques géopolitiques pourraient entraîner une résurgence de l'inflation et conduire à des taux plus élevés, plus longtemps. Ensuite, l'élection américaine et la possibilité d'une nouvelle guerre commerciale en cas de second mandat de Donald Trump sont susceptibles de peser sur le commerce mondial et sur les exportations britanniques, tout en augmentant l'inflation.

Au Royaume-Uni, il est presque certain que les élections législatives déboucheront sur un gouvernement travailliste disposant d'une large majorité à la Chambre des communes. Cette situation pourrait être, à la marge, relativement positive

pour les perspectives de croissance, le parti travailliste étant favorable à une relation plus étroite avec l'UE. Il semble toutefois vain d'attendre un grand changement de la politique budgétaire, quel que soit le parti victorieux, dans la mesure où il héritera d'une situation budgétaire très contrainte : au regard des principales règles budgétaires, il disposera en effet d'une marge de seulement 0,3% du PIB. Il existe un consensus transpartisan sur la nécessité de ramener la dette publique sur une trajectoire baissière : de nouvelles mesures de relance budgétaires sont donc peu probables. À moyen terme, l'incertitude demeure sur les conditions de l'offre : elle concerne notamment la situation du marché du travail, le solde migratoire et la croissance de la productivité.

### Hypothèses de cadrage internationales

	2022	2023	2024	2025	2022				2023				2024				2025			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB monde a/a, t/t, %	3,5	2,8	2,6	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PIB États-Unis a/a, t/t, %	1,9	2,5	1,8	0,4	-2,0	-0,6	2,7	2,6	2,2	2,1	4,9	3,2	1,5	1,1	0,5	-0,8	-0,5	1,1	1,4	2,0
PIB zone euro a/a, t/t, %	3,4	0,5	0,7	1,5	0,6	0,8	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
PIB Chine a/a, t/t, %	3,0	5,2	4,4	4,2	0,6	-2,1	4,0	0,6	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
Taux de refinancement BCE fin de période, %	2,50	4,50	3,40	2,65	0,00	0,00	1,25	2,50	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,25	3,65	3,40	3,15	2,90	2,65	2,65
Taux des fonds Réserve fédérale fin de période, %	4,50	5,50	5,00	3,50	0,50	2,50	3,25	4,50	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00	4,50	4,00	3,50	3,50
Taux de change moyenne, EUR/USD	1,05	1,08	1,07	1,10	1,12	1,06	1,01	1,02	1,07	1,09	1,09	1,08	1,08	1,07	1,06	1,05	1,07	1,09	1,10	1,12
Brent moyenne, USD/baril	99,1	82,3	85,0	88,0	98,0	112,1	97,7	88,6	82,2	77,9	85,9	83,0	83,0	85,0	85,0	87,0	85,0	87,0	90,0	90,0

Sources : Crédit Agricole SA / ECO

# ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## REDÉMARRAGE APRÈS UNE COURTE RÉCESSION

Les données d'activité ont été encourageantes depuis le début de l'année. L'économie est en train d'émerger de la récession du second semestre enregistrant une hausse cumulée de l'activité en janvier et en février de 0,4%. La reprise est tirée par les secteurs tertiaires (en hausse de 0,4% entre fin décembre et fin février), mais le secteur manufacturier progresse également (+1,1%).

Les enquêtes auprès des entreprises confirment la poursuite de l'amélioration des perspectives amorcée en fin d'année dernière, sans toutefois inciter à trop d'optimisme. Le S&P *Global/CIPS UK composite output* PMI atteint 52,9 en moyenne au premier trimestre, au plus haut depuis le deuxième trimestre 2023, mais reste toutefois encore inférieur à sa moyenne de longue période. En revanche, il se replie légèrement au mois de mars, confirmant le caractère hésitant de la reprise. Sur le trimestre, il signale une accélération de la demande et une stabilisation de l'emploi.

Au mois de mars, pour la première fois depuis juillet 2022, le climat dans l'industrie repasse au-dessus du seuil de 50 délimitant la zone d'expansion de la zone de contraction. La production augmente pour la première fois depuis février 2023. Un redressement de la demande domestique, bien qu'encore modeste, encourage une reprise dans les secteurs des biens de consommation. Celle-ci compense des replis continus dans les secteurs des produits intermédiaires et des biens d'investissement. En revanche, les commandes à l'exportation demeurent faibles, se repliant pour le

vingt-sixième mois consécutif, même si leur rythme de baisse est le plus faible enregistré depuis avril 2023.

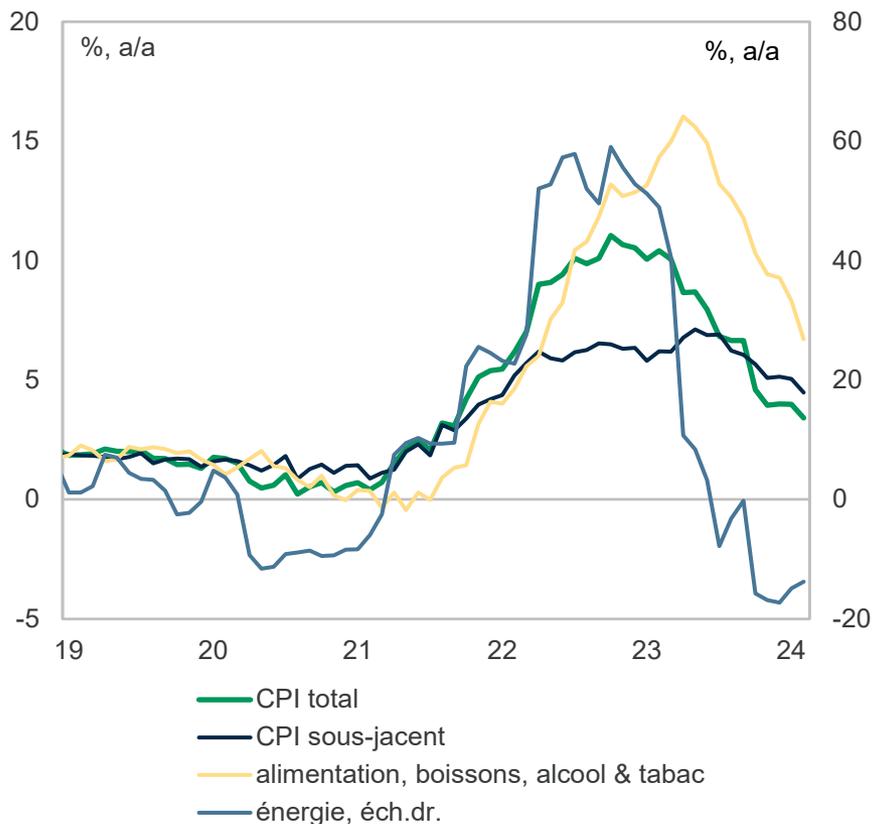
Dans les services, après avoir atteint en janvier un plus haut depuis le mois de mai 2023, l'enquête PMI signale un ralentissement du rythme d'expansion de l'activité en février et en mars. La demande continue de croître (les commandes progressent pour le cinquième mois consécutif), mais en parallèle les composantes relatives aux pressions inflationnistes demeurent à des niveaux inquiétants. Leur tendance à la modération amorcée il y a près de deux ans s'est interrompue au cours des six derniers mois et s'est même légèrement inversée au niveau des prix sortants. Les entreprises pointent du doigt des coûts salariaux élevés et des coûts de transport en hausse. Néanmoins, pour le premier trimestre dans son ensemble, l'enquête PMI services suggère un rythme de croissance au plus haut depuis le deuxième trimestre 2023.

La confiance des consommateurs s'améliore légèrement sur le trimestre, mais demeure faible par rapport à sa moyenne historique de long terme. Les ménages sont plus optimistes concernant leur situation personnelle future et ce, pour la première fois depuis plus de deux ans, ce qui va de pair avec leur appréciation de la situation économique générale future. En revanche, ils considèrent qu'il est trop tôt pour se lancer dans des achats importants. Bien que la désinflation se poursuive, les niveaux élevés des prix incitent toujours les consommateurs à la prudence.

# ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

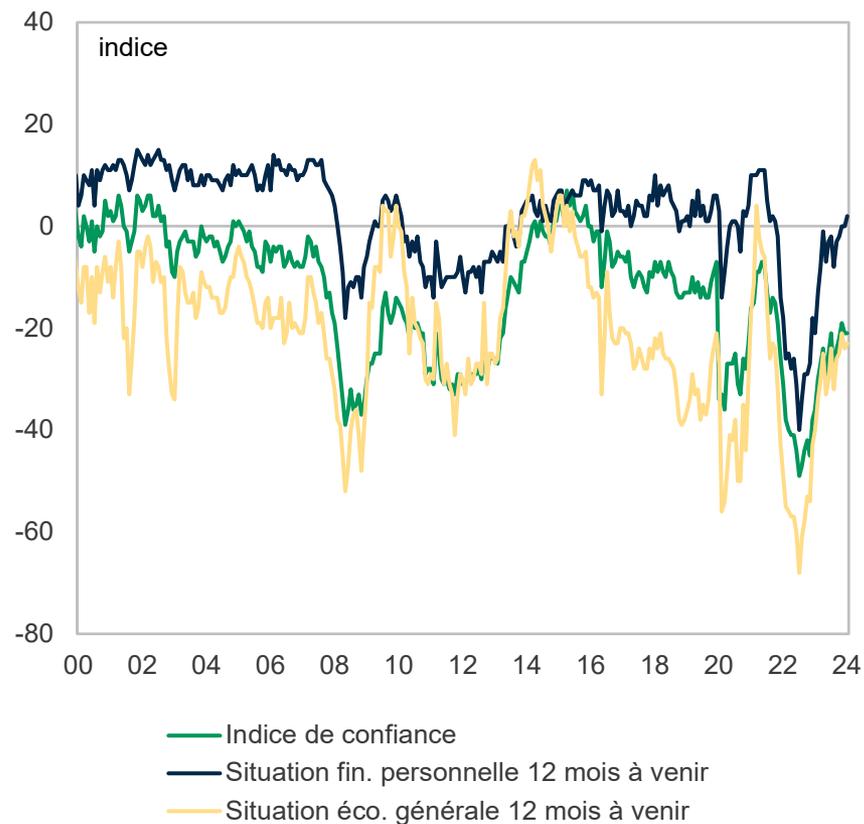
## POURSUITE DE LA DÉSINFLATION, REPRISE HÉSITANTE DE LA CONFIANCE

### Indices des prix à la consommation



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

### Confiance du consommateur



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

# MÉNAGES

## LE PIRE DEVRAIT ÊTRE DERRIÈRE NOUS

La consommation des ménages a fortement ralenti en 2023 (+0,4% en moyenne annuelle, après +4,3% en 2022). Après avoir résisté au cours de la première moitié de l'année, elle a fini par céder du terrain au second semestre (-1% au quatrième trimestre par rapport au deuxième trimestre). La consommation des ménages s'est surtout repliée dans le domaine des services. Les ménages ont aussi réduit leurs achats d'automobiles, alors que la consommation de biens durables a progressé au second semestre.

L'affaiblissement de la consommation des ménages s'explique par un ensemble de facteurs tels que la crise passée du pouvoir d'achat (le revenu réel disponible a diminué de 1,4% en 2022, du fait de la forte hausse des prix, avant de rebondir de 2,2% en 2023), du resserrement monétaire de la BoE (le taux directeur est passé de 0,1% en décembre 2021 à 5,25% en août 2023), le retrait des aides de l'État mises en place pour faire face à la crise de l'énergie et d'une politique fiscale qui reste très restrictive (du fait de la poursuite du gel des seuils d'imposition des revenus notamment), malgré des assouplissements successifs au cours de l'année passée. Enfin, la détérioration du marché immobilier, auquel les ménages britanniques sont très sensibles, a également sans doute eu un impact négatif sur leur confiance et sur leur consommation.

La chute de la consommation des ménages a eu lieu alors que l'on observait déjà une reprise des revenus réels. Sur les trois derniers trimestres, le revenu réel disponible a crû de 3% en moyenne sur un an. Cela laisse espérer que le pire est derrière nous. Une forte

hausse des ventes au détail depuis le début de l'année (+3,7% en février par rapport à décembre) nous conforte dans notre jugement. La consommation des ménages pourrait même réserver de bonnes surprises au T1 : l'acquis de croissance des ventes au détail s'élève à 1,7% sur le trimestre. Le marché du travail résiste : le taux de chômage reste bas (3,9% en moyenne sur les trois mois à fin janvier) et la croissance des salaires demeure élevée (6,1% sur un an), bien que la demande de main-d'œuvre diminue (les postes vacants sont au plus bas depuis le mois de mai 2021). L'assouplissement monétaire à venir et le rebond récent des prix immobiliers (+1,2% sur un an en février pour l'indice Nationwide, +1,7% pour l'indice Halifax) devraient également soutenir la confiance des ménages.

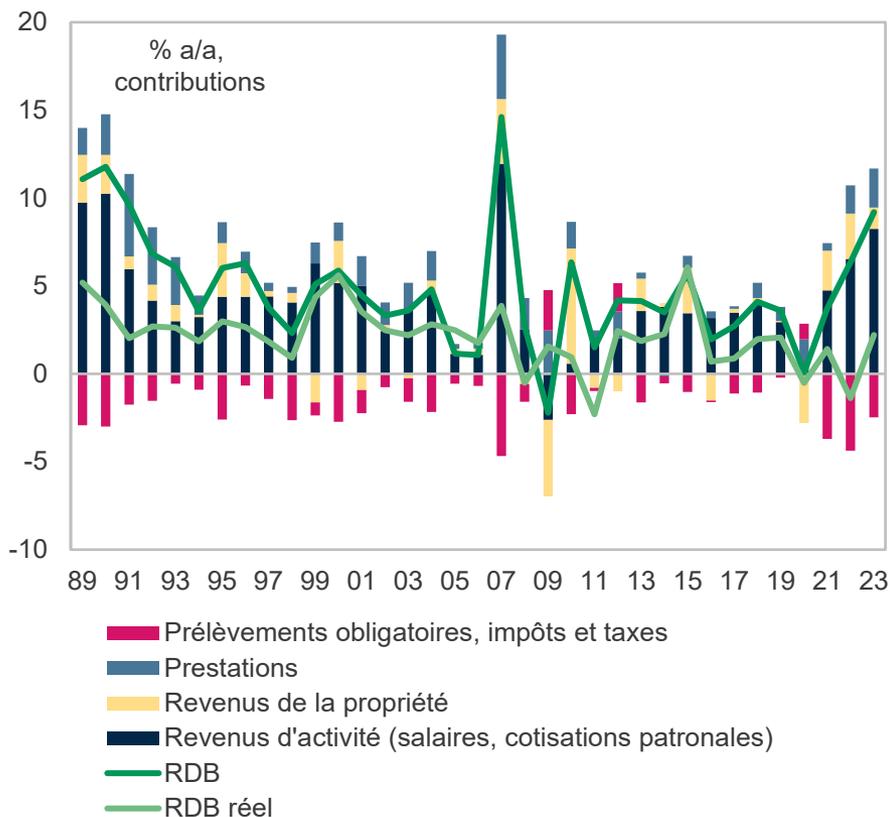
Toutefois, les rythmes de croissance devraient rester faibles. Selon la BoE, un tiers de l'impact du resserrement monétaire sur le PIB est encore à venir. Une partie des ménages ayant des crédits immobiliers à taux fixe devront faire face à des hausses du coût de leur emprunt lorsqu'il devra être renouvelé à des taux plus élevés une fois arrivé à son terme. Le taux d'épargne a augmenté sur les trois derniers trimestres pour atteindre 10,5% au quatrième trimestre, en partie en raison de ces anticipations de hausses du coût du crédit et probablement d'un rebond de l'épargne de précaution.

Nous anticipons une croissance moyenne annuelle de la consommation privée de 0,9% en 2024, puis de 2% en 2025.

# MÉNAGES

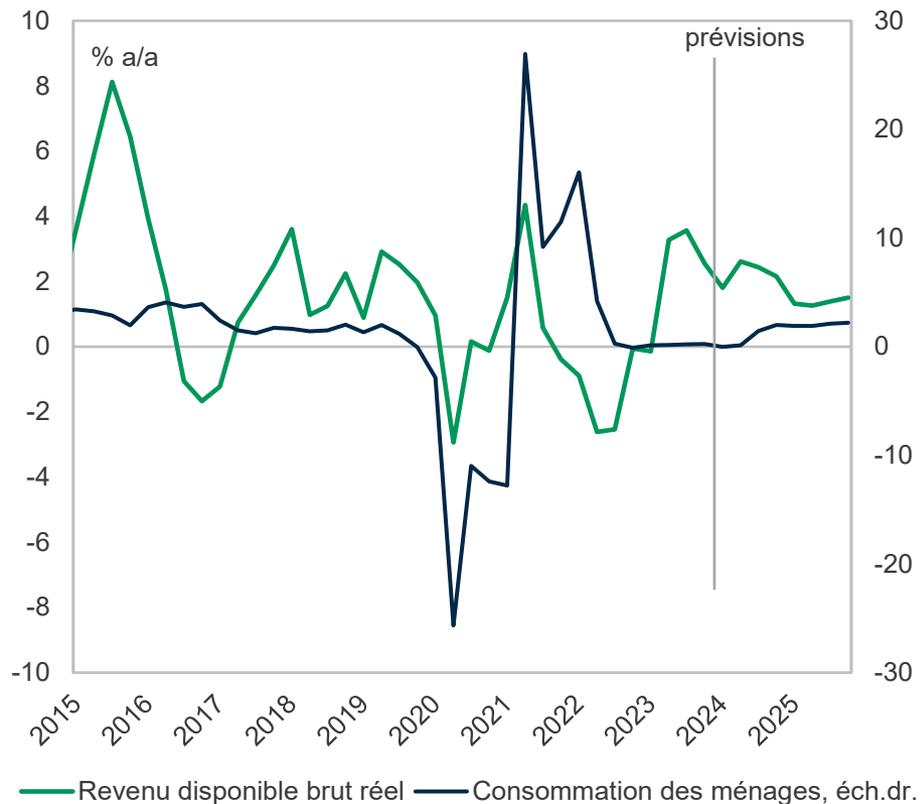
## LE POUVOIR D'ACHAT S'INSCRIT EN FORTE HAUSSE

### Revenu disponible brut (RDB) et RDB réel



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

### Consommation des ménages et RDB réel

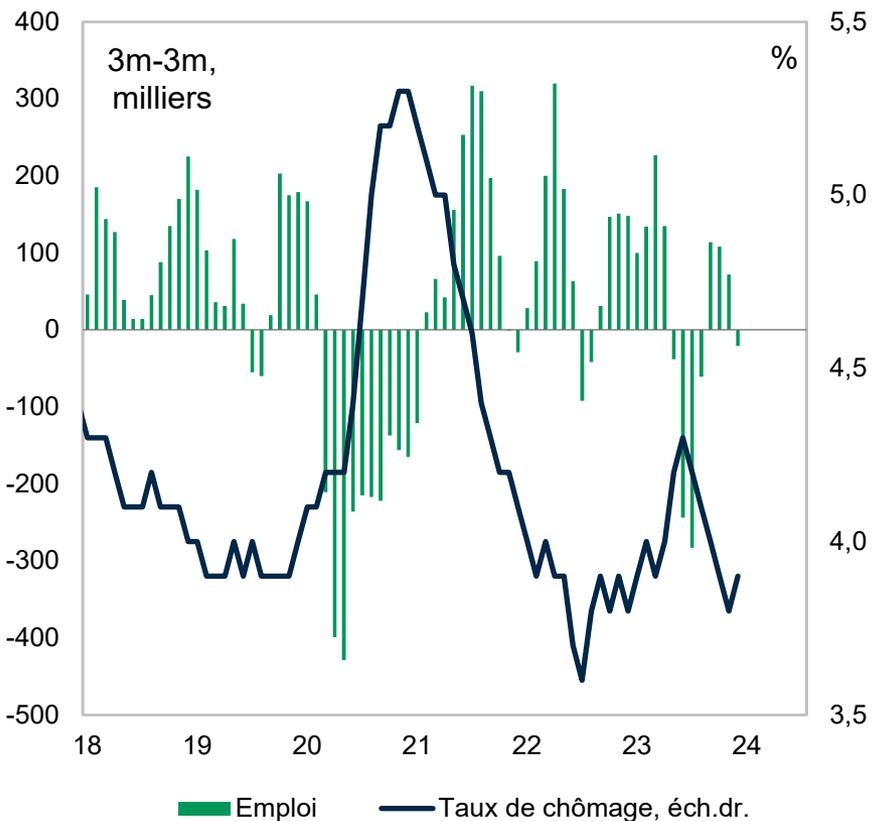


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

# MÉNAGES

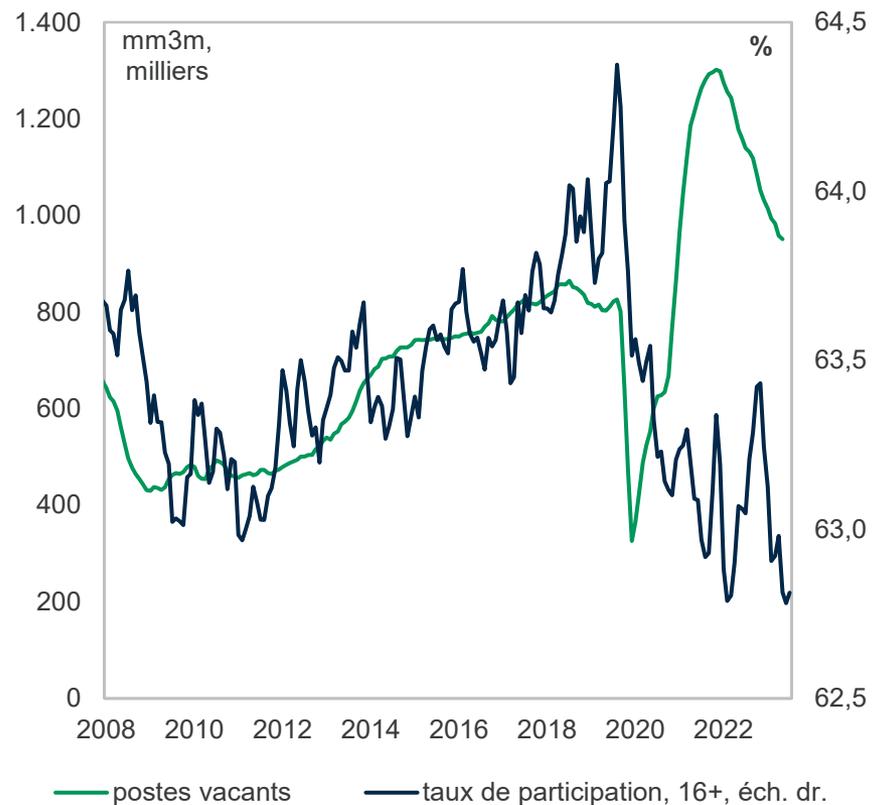
## LE MARCHÉ DU TRAVAIL S'ASSOUPLE MAIS RESTE TENDU

### Emploi et taux de chômage



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

### Postes vacants et taux de participation



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

## UNE ÉTONNANTE RÉSISTANCE DE L'INVESTISSEMENT

L'investissement productif a crû malgré la forte hausse des taux : +1,4% en variation trimestrielle au quatrième trimestre et +5,5% en moyenne annuelle en 2023, après +9,6% en 2022. La formation brute de capital fixe progresse également (+2,2% en 2023, après +8% en 2022), tirée surtout par l'investissement productif et, dans une moindre mesure, par l'investissement public (+7,7%), tandis que l'investissement immobilier a été le seul contributeur négatif (-6,1%). En termes de catégories d'actifs, le principal contributeur à la croissance annuelle de la FBCF a été l'investissement en équipements de transport, suivi par des contributions moindres des autres catégories d'actifs.

Alors qu'elles ont favorisé l'investissement productif, les entreprises ont rogné dans leurs stocks : les variations de stocks ont soustrait 0,9 point de pourcentage à la croissance du PIB de 2023 et ont constitué le principal contributeur à la quasi-stagnation du PIB en 2023.

Des facteurs temporaires de soutien ont joué un rôle dans la progression de l'investissement. L'expiration le 31 mars dernier des incitations fiscales généreuses connues sous le nom de « *super-deduction* » semblent avoir donné une impulsion à l'investissement en début d'année, les entreprises ayant avancé leurs projets en amont de l'expiration de la mesure. D'autres facteurs ont été une hausse temporaire des achats d'avions, notamment volatils, ainsi que des achats de voitures par des entreprises de location soldant les arriérés de commandes accumulés depuis la pandémie.

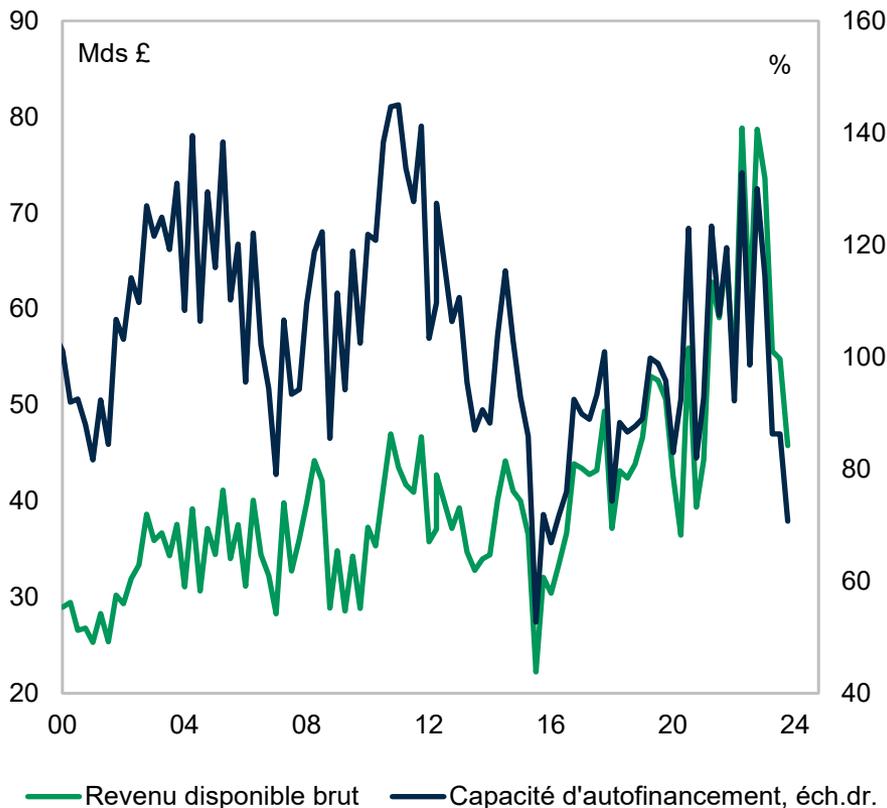
Cette apparente résistance de l'investissement masque une forte détérioration de la situation financière des entreprises. Les entreprises privées enregistrent une baisse de leur excédent brut d'exploitation au cours des trois derniers trimestres de l'année. Le taux de marge, mesuré par le ratio excédent brut d'exploitation sur valeur ajoutée, des entreprises privées non financières et les auto-entrepreneurs chute à 43,8%, un plus bas depuis fin 2020. Les faillites ont augmenté pour atteindre, au quatrième trimestre, un niveau record depuis 1993. Le taux de faillites progresse (53,7% des entreprises actives) mais demeure plus faible que son niveau enregistré fin 2009 (à 94,8%).

Même si les enquêtes auprès des entreprises montrent des signes récents encourageants, l'environnement reste dégradé. La production industrielle recule pour la troisième année consécutive (-0,3% en 2023 avec -1% au dernier trimestre) et, bien qu'une modeste reprise de la demande se profile, les carnets de commande restent faibles, surtout à l'exportation. Dans ce contexte, nous tablons sur un ralentissement de la FBCF cette année (à 1,1%, après 2,2% en 2023) avant une accélération en 2025 favorisée par l'assouplissement monétaire à venir. Alors que l'investissement productif pourrait rester faible à court terme, une reprise plus précoce pourrait être observée dans l'investissement immobilier, comme le suggère le rebond depuis plusieurs mois des accords de prêts immobiliers.

# ENTREPRISES

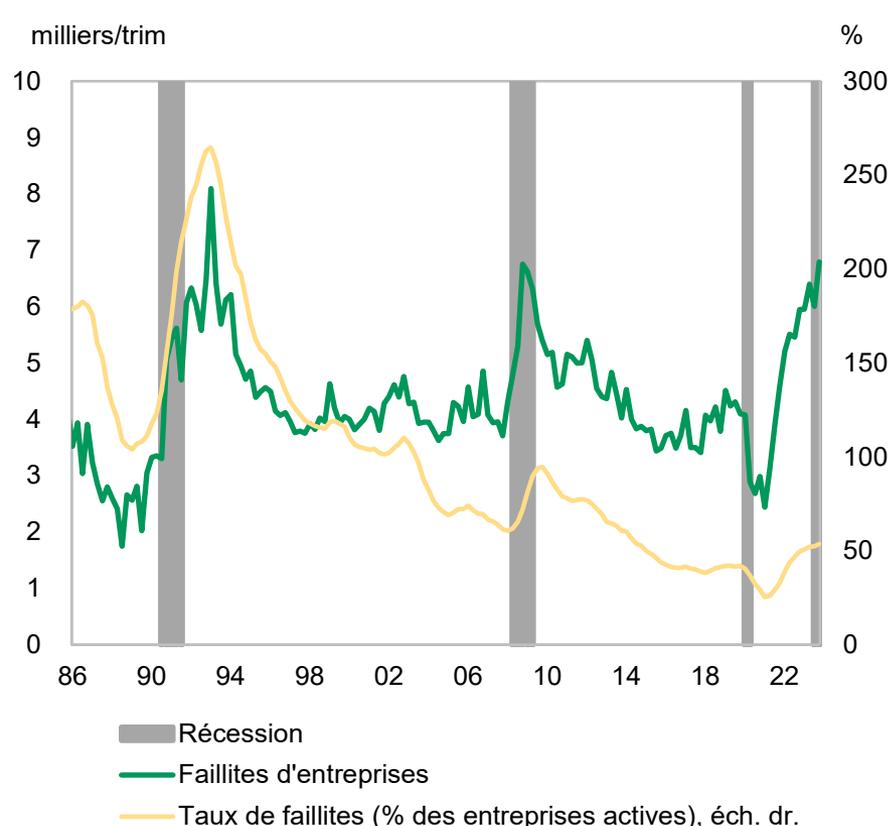
## UNE SITUATION FINANCIÈRE DÉGRADÉE

### Revenu disponible brut et CAF



Capacité d'autofinancement (CAF) : ratio revenu disponible des entreprises privées non financières sur dépenses d'investissement  
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

### Faillites d'entreprises et taux de faillites



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

# COMMERCE EXTÉRIEUR

## UNE COMPÉTITIVITÉ DÉTÉRIORÉE

De manière générale le commerce extérieur contribue négativement à la croissance du PIB. C'est surtout le cas lors des phases de reprise, la demande intérieure se redressant plus rapidement que la demande externe. L'année dernière, alors que le PIB a connu deux trimestres de croissance négative, le commerce extérieur a apporté 0,3 point de pourcentage à la croissance annuelle, les exportations se repliant moins que les importations. Cela vient après deux années de contributions nettement négatives (-0,4 et -1,7 pp en 2021 et 2022) marquées par la reprise *post-Covid*.

Avec l'accélération prévue de la croissance cette année et l'année prochaine, le commerce extérieur devrait de nouveau contribuer négativement à la croissance du PIB. Plusieurs facteurs pèsent sur les perspectives des exportations britanniques, à la fois externes et internes. On observe une baisse structurelle des échanges mondiaux depuis plusieurs années avec le retour du protectionnisme aux États-Unis et un environnement international tendu. De plus, les deux partenaires principaux du commerce britannique, les États-Unis et l'Allemagne (avec respectivement 16% et 9% des exportations de marchandises), font face à des perspectives économiques détériorées.

En outre, le *Brexit* a introduit des barrières aux échanges de biens et de services avec l'Union Européenne (UE), ce qui a fortement réduit la part du commerce avec cette zone dans le commerce total britannique. Les exportations avec l'UE représentent désormais

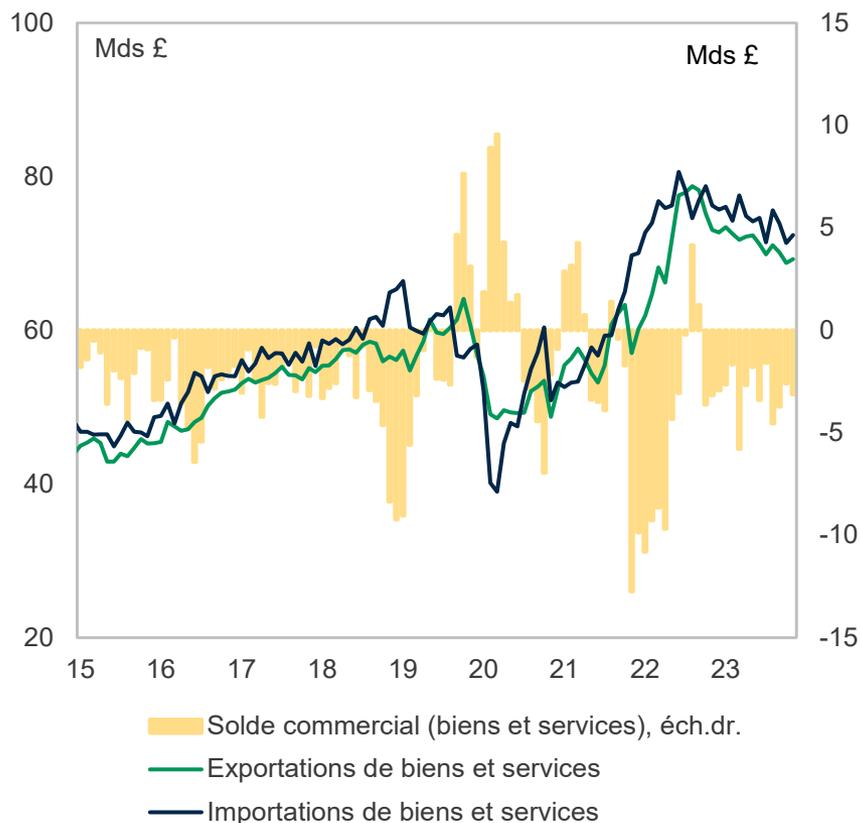
moins de la moitié, soit 47% des exportations totales de biens, contre 54% en moyenne sur les vingt années précédant le *Brexit*. En revanche, le Royaume-Uni continue d'importer énormément depuis les pays européens et ces importations de biens ont même augmenté significativement au cours de l'année passée, pour atteindre 56% des importations totales (un plus haut depuis 2006 et contre 54% pour la période 2000-2020). Le gouvernement a retardé à plusieurs reprises les contrôles douaniers sur les importations de biens depuis l'UE, afin de ne pas aggraver l'inflation déjà élevée, ce qui a pu contribuer au phénomène. La hausse des importations depuis l'UE au cours des deux dernières années est surtout due aux importations de machines et d'équipement de transport (automobiles et avions) en provenance de l'Allemagne.

Si le *Brexit* a détérioré la compétitivité des produits britanniques sur les marchés européens, les pressions inflationnistes domestiques, relativement plus soutenues que dans les autres pays avancés, ont négativement impacté la compétitivité des biens et services britanniques de manière générale. Les coûts unitaires de travail ont progressé de près de 6% sur un an au deuxième trimestre 2023 (dernière donnée disponible), contre une moyenne de 2% entre 2000 et 2020. La compétitivité souffre également d'une nette appréciation de la livre : son taux de change effectif s'est apprécié de plus de 6% depuis fin 2022 et de près du double depuis son point bas en septembre 2022 (lors des turbulences provoquées par le « mini-budget » du gouvernement de Liz Truss).

# COMMERCE EXTÉRIEUR

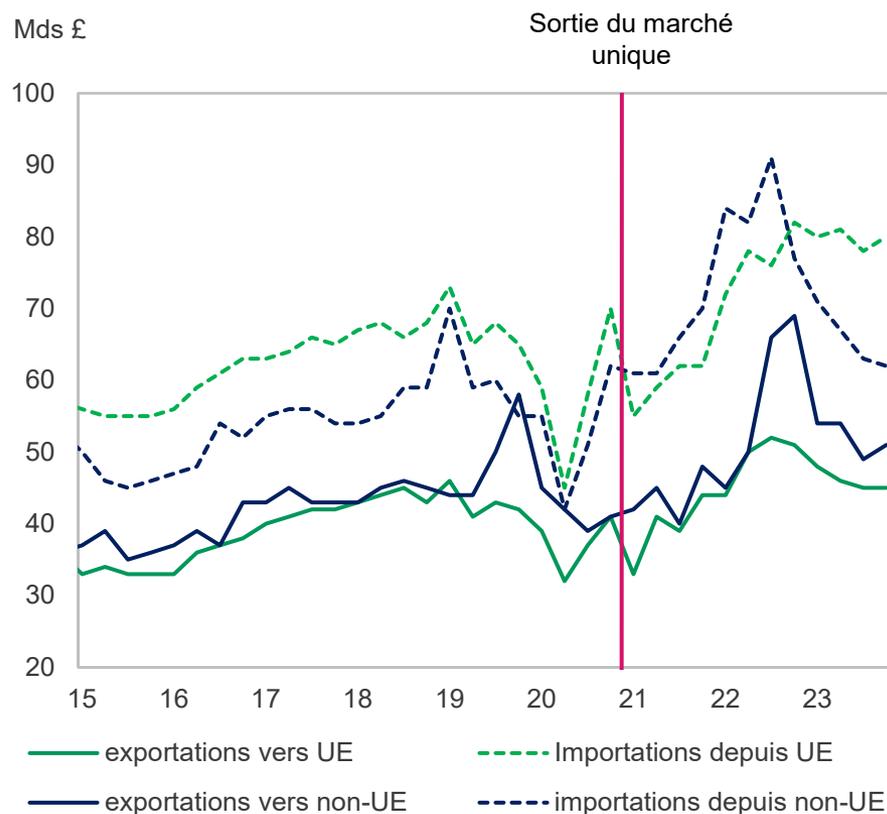
## UN DÉFICIT COMMERCIAL QUI SE CREUSE AVEC L'UE

### Commerce extérieur en biens et services



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

### Échanges de marchandises : UE et hors-UE



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

## DE NOUVEAUX CADEAUX FISCAUX DANS LE BUDGET DE MARS 2024

Dans un contexte pré-électoral, le chancelier a annoncé quelques cadeaux fiscaux dans son *Spring Budget* de début mars. Ils visent à soutenir la croissance sur le long terme, notamment en stimulant l'investissement et la participation sur le marché du travail. La mesure phare du budget a été une nouvelle réduction des cotisations sociales pour les employés (*National Insurance Contributions* ou NIC) de 10% à 8% à partir d'avril 2024. Le taux des NIC, ou « pénalités sur le travail », comme l'a qualifié M. Hunt, a été successivement abaissé depuis un plus haut à 13,25% en novembre 2022. En outre, la mesure s'accompagne d'une baisse des cotisations sociales pour les professions libérales et les auto-entrepreneurs (Classe 4) de 8% à 6%. L'objectif est d'augmenter l'offre de main-d'œuvre dans un marché du travail qui depuis la pandémie demeure en proie à un manque de capacités du fait d'une faiblesse chronique de la population active. Selon l'OBR, ces mesures devraient ramener l'équivalent de 200 000 travailleurs à temps plein sur le marché du travail d'ici à 2028-2029. D'autres gestes fiscaux ont été annoncés, comme une prolongation du gel des taxes sur les carburants et les alcools pour encore un an, le relèvement du seuil d'imposition pour les ménages aisés percevant des allocations familiales et une baisse du taux marginal de l'impôt sur les plus-values immobilières. Au total, le chancelier a annoncé des allègements fiscaux de 12,6 milliards de livres en moyenne par an à l'horizon 2028-2029, compensés en partie par des hausses

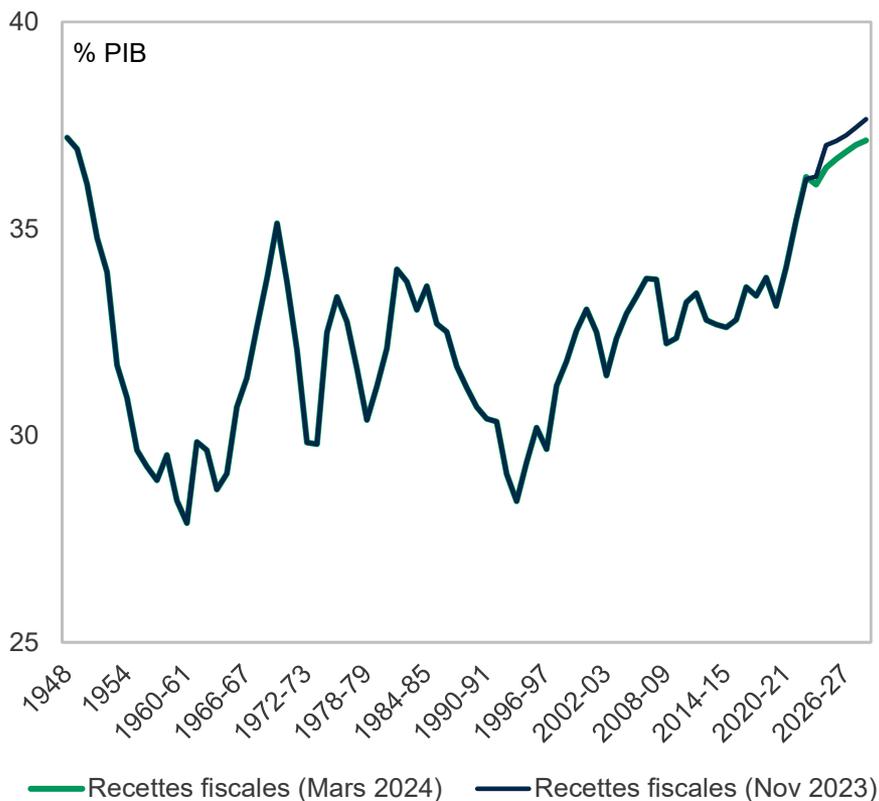
d'impôts et de taxes (de 6,6 milliards de livres par an). Des marges budgétaires extrêmement serrées n'ont permis qu'un relâchement net modéré de la fiscalité. D'un montant d'environ 6 milliards de livres en moyenne par an à l'horizon 2028-2029, soit 0,2% du PIB, cet assouplissement est nettement inférieur à celui annoncé en novembre dernier (0,6% du PIB). Néanmoins, cette nouvelle baisse de la fiscalité est avancée dans le temps, avec des mesures prenant effet quasi immédiatement, et devrait soutenir la demande à court terme.

Cet allègement de la fiscalité doit toutefois se comprendre dans le contexte d'une politique budgétaire qui demeure restrictive du fait du resserrement fiscal annoncé les années précédentes, notamment le gel des seuils d'imposition des ménages. Depuis le Covid, le Royaume-Uni a porté les prélèvements obligatoires à un niveau jamais atteint depuis le début des années 1950, autour de 36 % du PIB. Celui-ci va continuer d'augmenter dans les années à venir, pour atteindre 37,1% en 2028-2029, moins que prévu précédemment, mais 4 points de pourcentage au-dessus du niveau d'avant la pandémie. Dans le même temps, les dépenses budgétaires vont continuer de diminuer en pourcentage du PIB, de 44,5% en 2024 à 42,5% en 2028-2029, un niveau toutefois supérieur de 3 points à celui d'avant le Covid.

# FINANCES PUBLIQUES

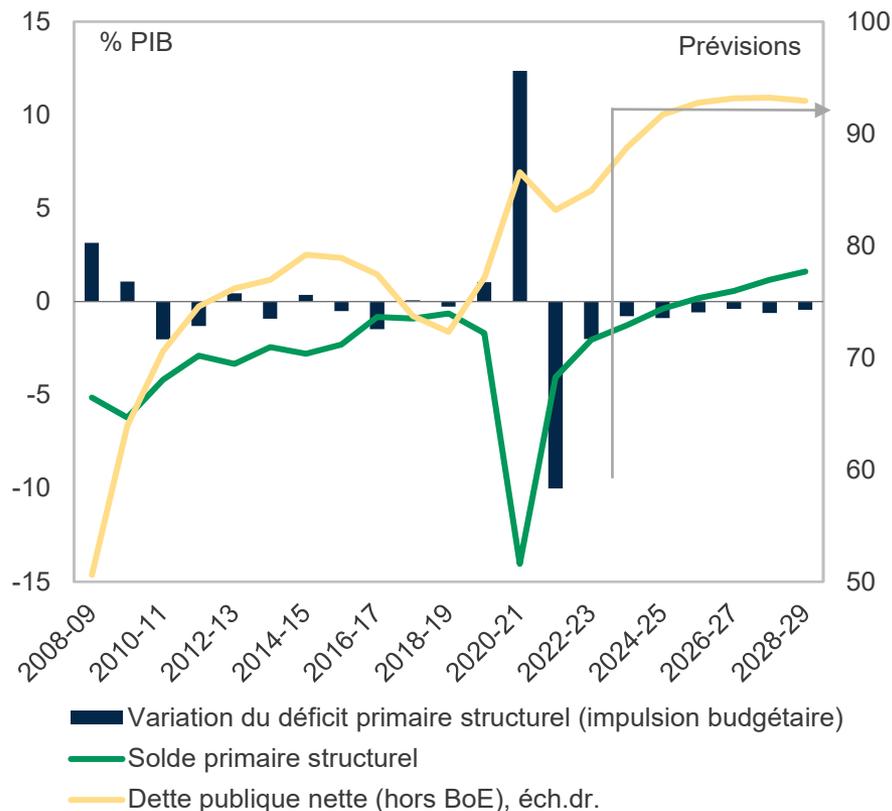
## MALGRÉ LES ASSOUPPLISSEMENTS, LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE RESTERA RESTRICTIVE

### Fiscalité en % du PIB et prévisions : vers des plus hauts depuis 1950



Sources : OBR Economic and Fiscal Outlook - March 2024, Crédit Agricole SA / ECO

### L'impulsion budgétaire restera négative dans les prochaines années afin de stabiliser le ratio de dette



Sources : OBR Economic and Fiscal Outlook - March 2024, Crédit Agricole SA / ECO

# POLITIQUE MONÉTAIRE

## UNE PREMIÈRE BAISSÉ DE TAUX EN JUIN ET UN ASSOUPPLISSEMENT GRADUEL ENSUITE

La BoE a récemment adopté un ton plus accommodant en raison de surprises favorables sur le taux d'inflation et d'une détente continue du marché du travail. La première baisse de taux, sans être imminente, devrait intervenir plus tôt qu'envisagé il y a trois mois.

Tout d'abord, le biais haussier du « guidage des anticipations » a été abandonné en février : la BoE ne juge plus nécessaire, ni même possible, de continuer à relever ses taux. En effet, parallèlement à la détente progressive du marché du travail, les risques liés aux pressions sur les prix domestiques et les salaires ont été jugés « plus équilibrés », alors qu'ils étaient considérés comme « orientés à la hausse » dans les prévisions précédentes. La politique monétaire est désormais considérée comme « restrictive » et la question est dès lors de savoir combien de temps le taux directeur devrait être maintenu à son niveau actuel de 5,25% avant d'être abaissé.

Ensuite, lors de la dernière réunion du MPC, en mars, alors que les taux étaient maintenus au même niveau pour la cinquième réunion consécutive, les votes ont montré un tournant *dovish* assez net : les deux principaux faucons, Catherine L. Mann et Jonathan Haskel, ont rejoint le camp du *statu quo*, tandis que Swati Dhingra a continué de voter pour une baisse des taux. Le MPC a, par ailleurs, pour la première fois, « reconnu que l'orientation de la politique monétaire

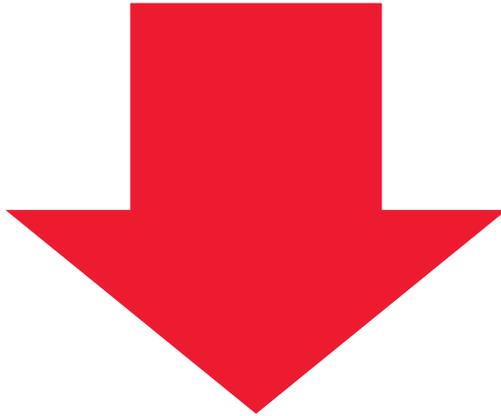
pourrait rester restrictive même si le *Bank rate* venait à être abaissé, dans la mesure où elle partait d'un niveau déjà restrictif ». Il pourrait donc ne pas falloir attendre une normalisation des pressions inflationnistes domestiques (notamment de l'inflation des services et de la progression des salaires) pour procéder à une baisse des taux. À cet égard, le MPC semble quelque peu rassuré quant à la dynamique des pressions inflationnistes domestiques. Bien que toujours élevées, les mesures à fréquence élevée de l'inflation sous-jacente des services, les anticipations d'inflation à court terme et la progression des salaires mesurée par différents indicateurs ont continué de se modérer.

Enfin, le MPC n'attendra pas nécessairement une réunion où elle publie ses nouvelles prévisions économiques pour agir : le degré de restriction de la politique sera évalué « à chaque réunion ». La BoE a déjà montré dans le passé qu'elle pouvait prendre des mesures-clés lors de réunions sans publication de *Monetary Policy Report*, comme ce fut le cas en décembre 2021 avec la première hausse des taux du cycle actuel.

Nous avançons d'août à juin notre prévision pour la première baisse de taux et continuons à tabler sur une baisse de taux par trimestre : le *Bank rate* terminerait ainsi l'année 2024 à 4,50% et l'année 2025 à 3,50%.

# RISQUES

## SCÉNARIO CENTRAL : DÉBUT D'UN CYCLE DE CROISSANCE MOLLE



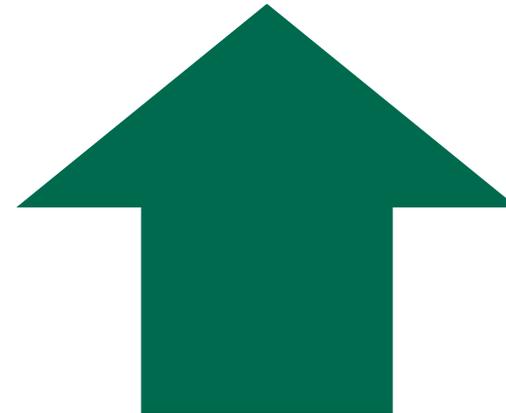
### Risques à la baisse de l'activité

Escalade des conflits géopolitiques et nouvelle poussée de l'inflation  
Maintien de conditions de financement strictes  
Érosion des revenus et des profits  
Détérioration de la qualité des actifs des acteurs fragiles  
Croissance mondiale plus faible que prévu



### Risques à la hausse de l'activité

Inflation plus faible qu'anticipé  
Assouplissement plus marqué des conditions de financement  
Absence de récession aux États-Unis  
Risques géopolitiques dissipés  
Absence de choc sur le commerce mondial



# LE SCÉNARIO EN CHIFFRES

## PRÉVISIONS

Royaume-Uni	variation moyenne annuelle, %			variation trimestrielle, %											
	2023	2024	2025	2023				2024				2025			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB (%)	0,1	0,5	1,4	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
consommation privée	0,2	0,9	2,0	0,9	0,4	-0,9	-0,1	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
consommation publique	0,5	1,8	1,6	-0,8	2,2	1,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
investissement	2,2	1,1	3,3	2,2	-1,2	-1,4	0,9	0,5	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0	1,0
variations de stocks*	-0,9	-0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
exportations nettes*	0,3	-0,4	-0,7	-1,8	-0,6	0,6	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Taux de chômage	4,0	4,0	3,9	3,9	4,3	4,0	3,9	4,0	3,8	4,0	4,0	4,0	3,9	3,9	3,8
Inflation (CPI, a/a%)	7,3	2,3	1,9	10,2	8,4	6,7	4,2	3,5	1,7	1,9	2,1	2,0	2,0	1,9	1,8
CPI sous-jacent (a/a%)	6,2	3,0	2,0	6,1	6,9	6,4	5,3	4,6	2,8	2,3	2,4	2,3	2,1	1,9	1,8
Compte courant (% PIB)	-3,3	-2,4	-3,1	-3,2	-4,1	-2,7	-3,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Déficit public (% PIB)	-5,2	-3,6	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dettes publiques (% PIB)	96,7	99,8	102,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux directeur**	5,25	4,50	3,50	4,25	5,00	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50

\* Contributions à la croissance du PIB

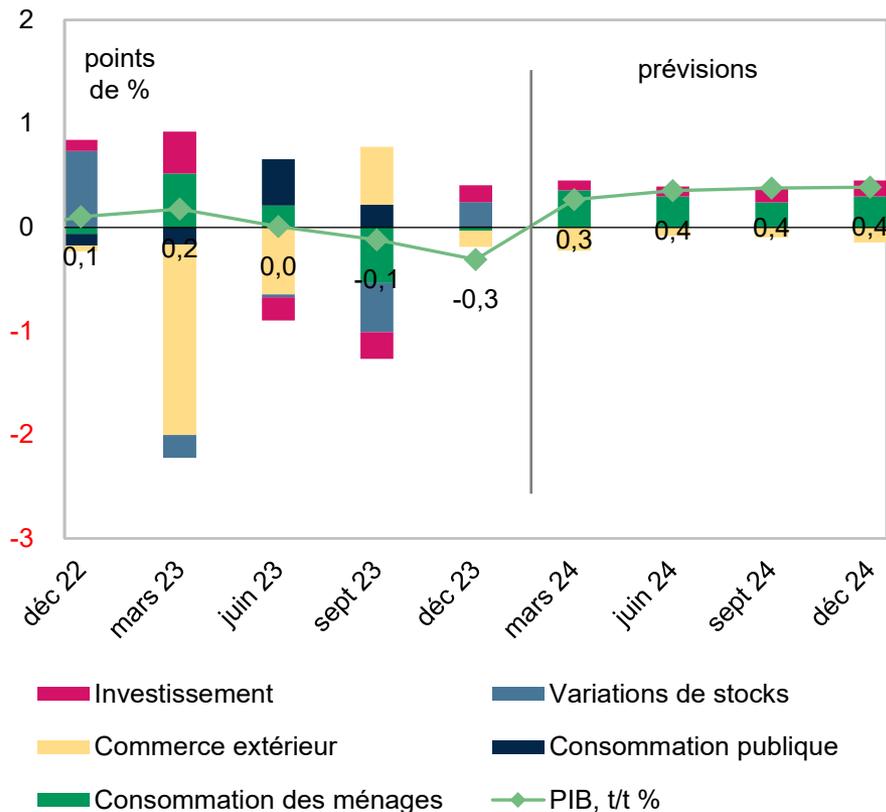
\*\* Fin de période

Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole SA / ECO

# LE SCÉNARIO EN IMAGES

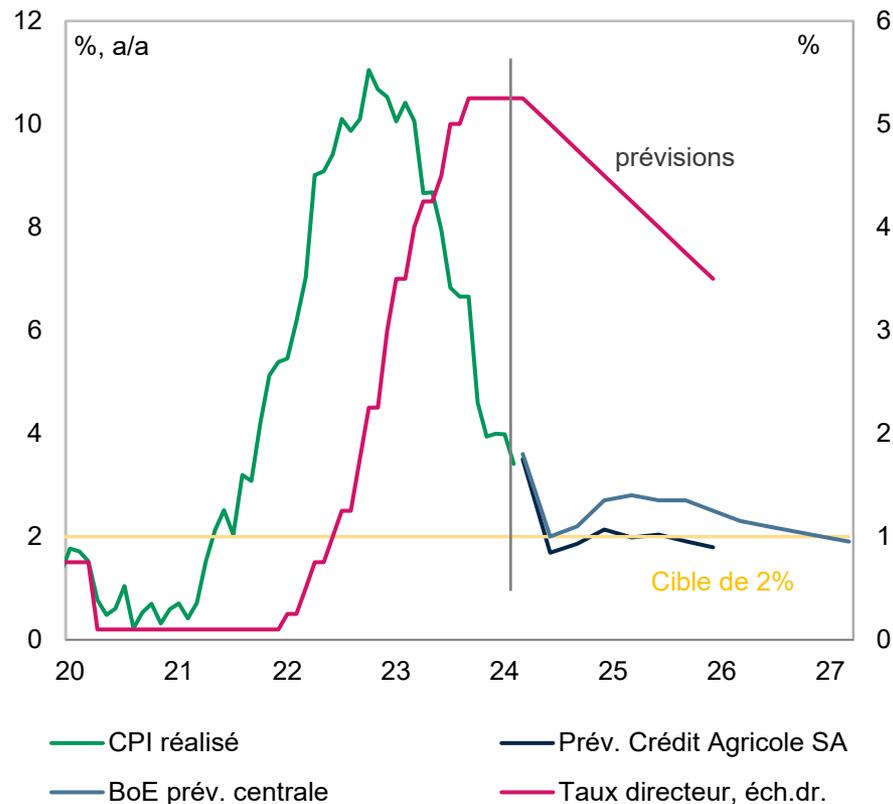
## DÉBUT D'UN CYCLE DE CROISSANCE MOLLE

Une croissance qui serait portée par les ménages et l'investissement...



Sources : ONS, prévisions Crédit Agricole SA / ECO

... grâce au repli de l'inflation et aux baisses à venir du taux directeur

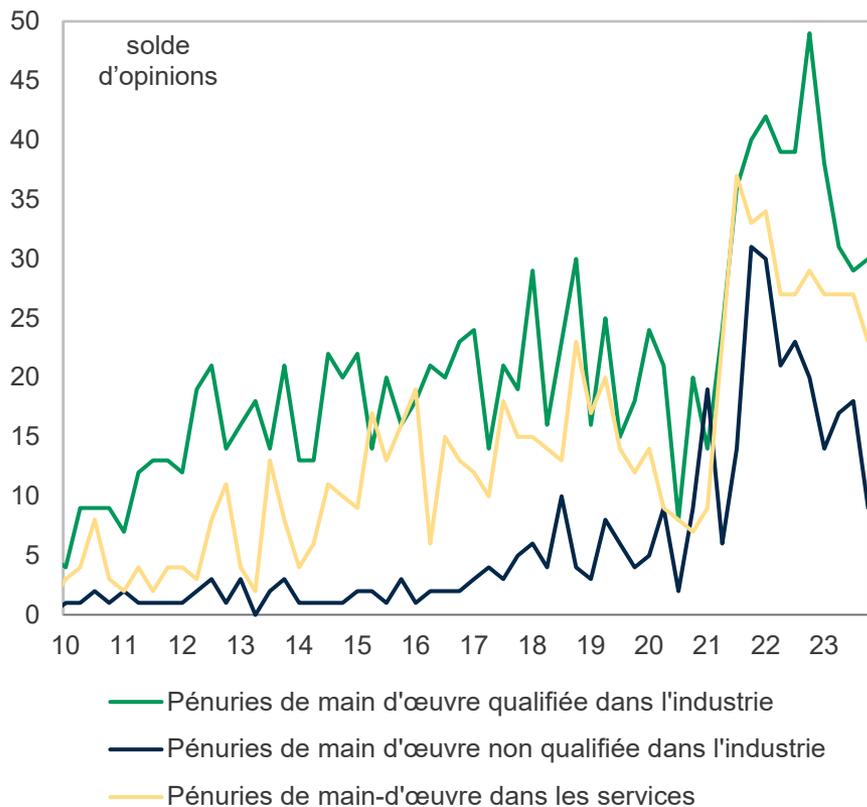


Sources : ONS, BoE Monetary policy report Févr 2024, Crédit Agricole SA / ECO (prévisions à fin 2025)

# LE SCÉNARIO EN IMAGES

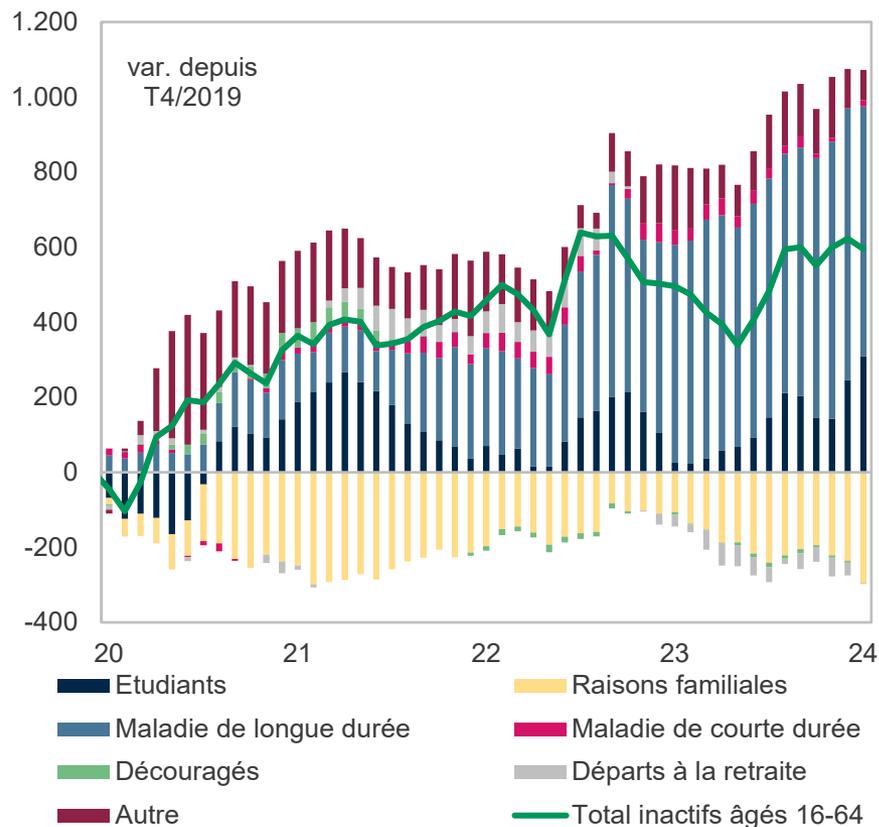
## LES CONDITIONS SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL RESTENT TENDUES

### Les difficultés de recrutement persistent



Sources : CBI, Crédit Agricole SA / ECO

### Un excès d'inactifs demeure depuis la pandémie (évolution du nombre d'inactifs par motifs)

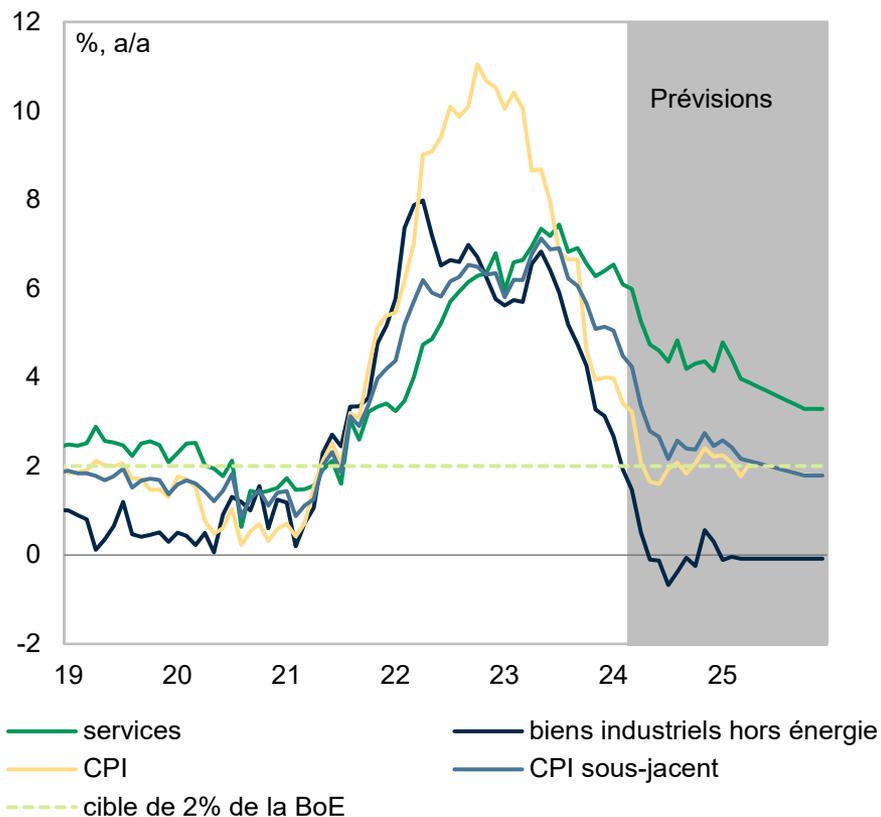


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

# LE SCÉNARIO EN IMAGES

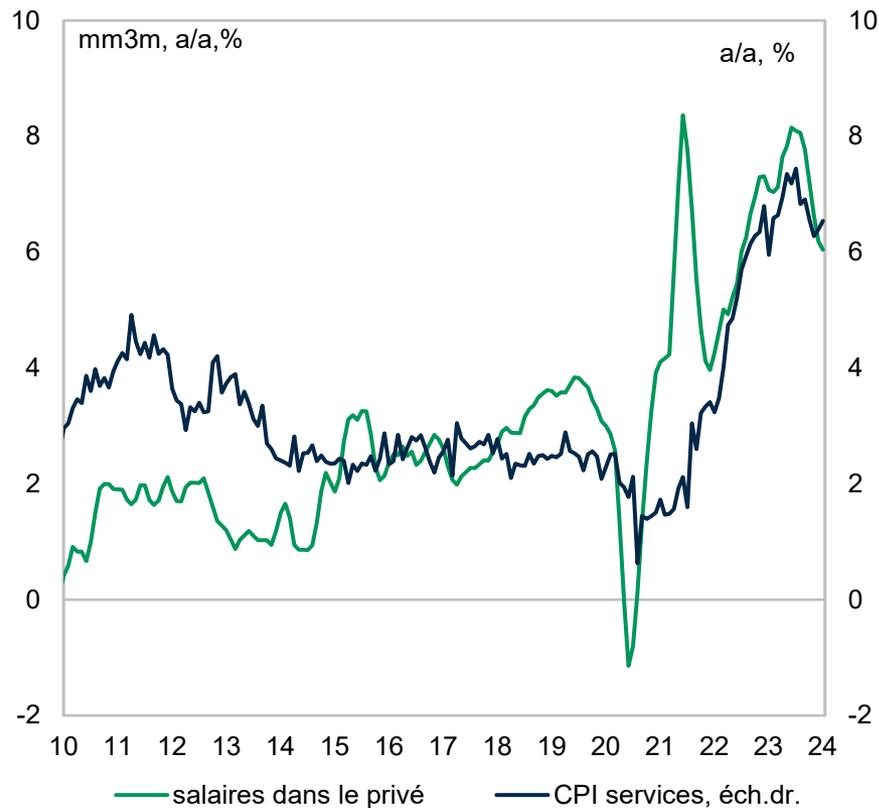
## INFLATION : LA CIBLE À PORTÉE DE MAIN

L'inflation CPI devrait reculer sous la cible au T2 et rester proche par la suite



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La modération de la croissance des salaires entraîne à la baisse l'inflation dans les services

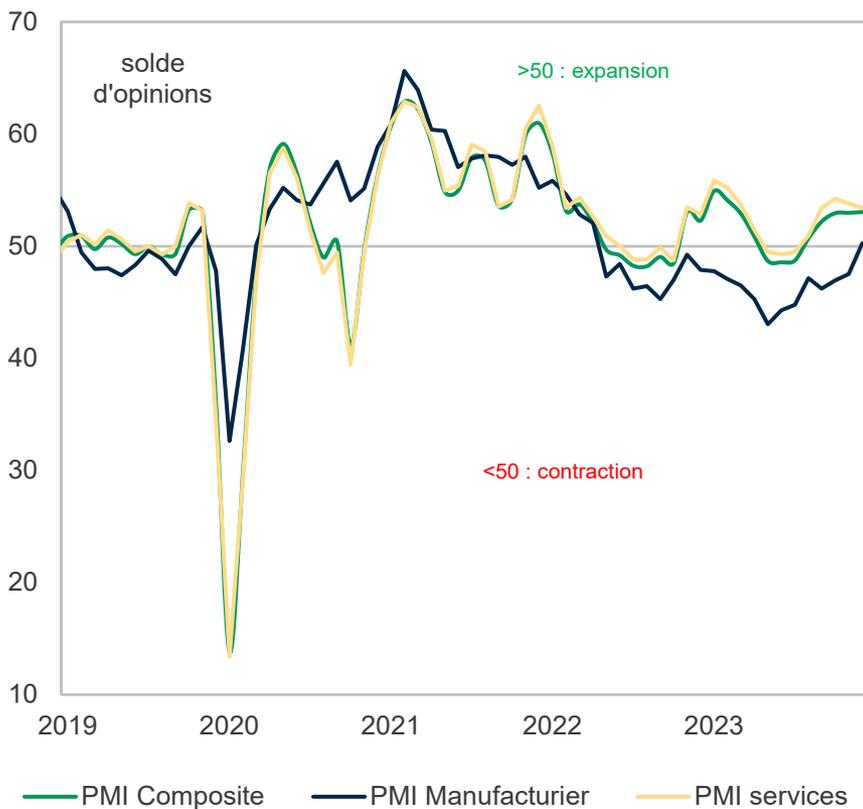


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

# LE SCÉNARIO EN IMAGES

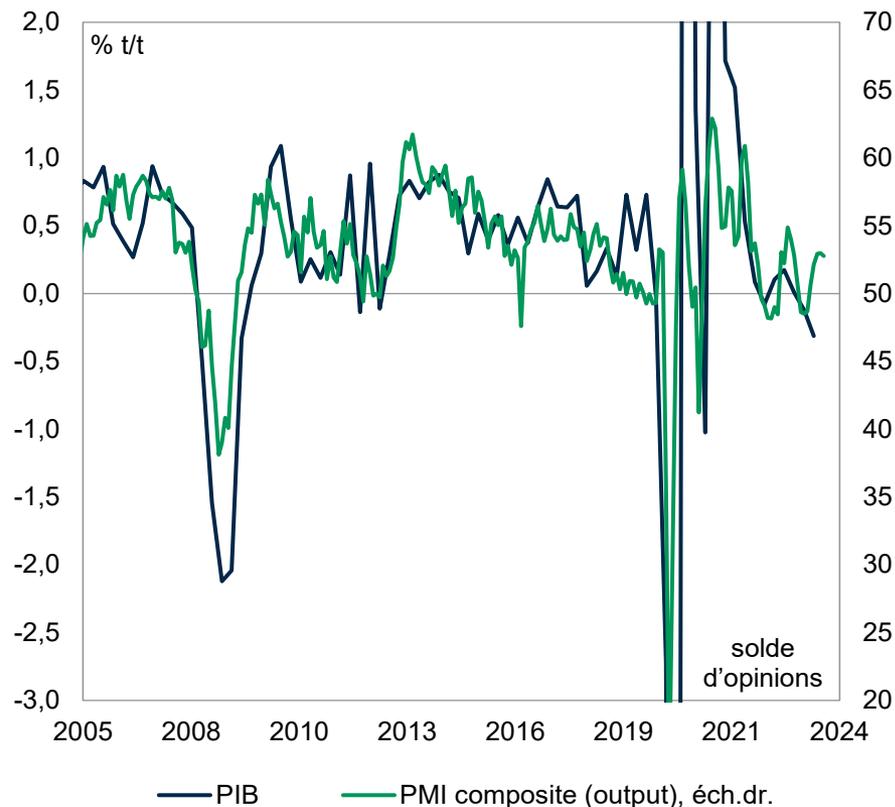
## UN REDRESSEMENT ENCORE TIMIDE DE LA CONFIANCE DES ENTREPRISES

**Le PMI composite signale une expansion au T1  
L'industrie repasse au-dessus du seuil de 50**



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

**La croissance du PIB pourrait atteindre 0,3%  
sur le trimestre selon les PMI**

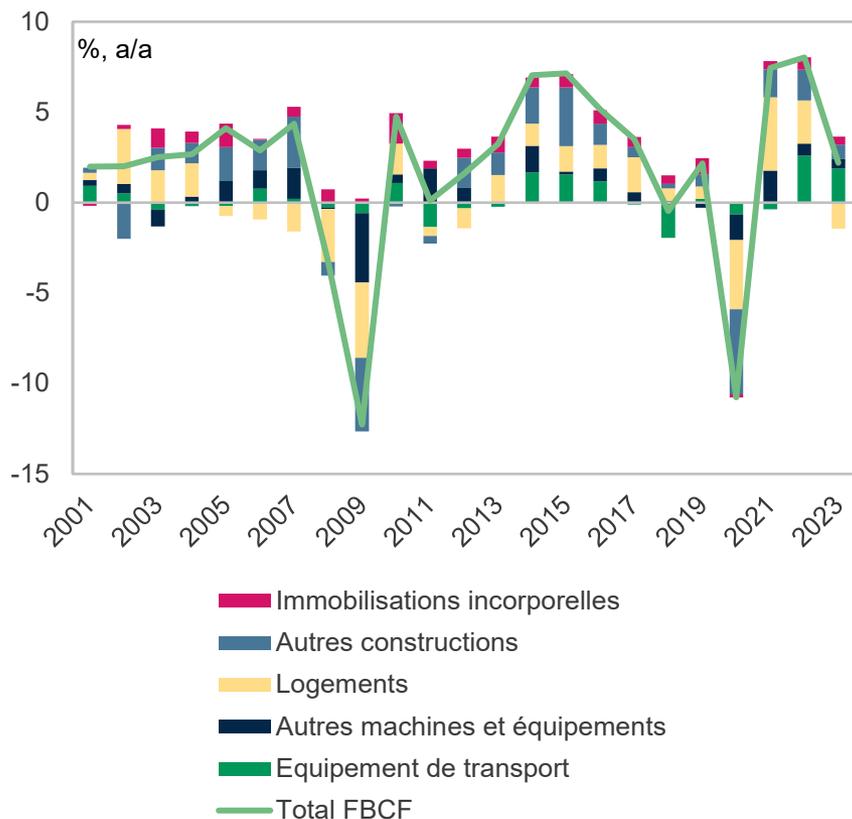


Sources : ONS, S&P Global, Crédit Agricole SA / ECO

# LE SCÉNARIO EN IMAGES

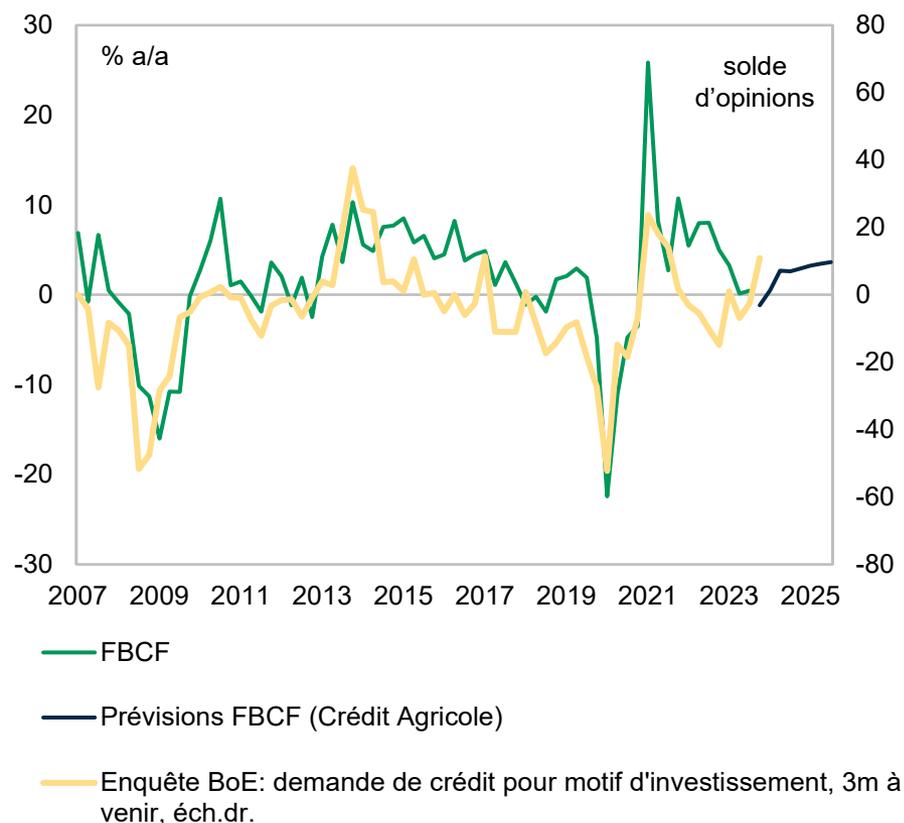
## L'INVESTISSEMENT DEVRAIT ACCÉLÉRER AVEC LA BAISSSE DES TAUX

### Composantes de l'investissement (formation brute de capital fixe)



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

### Investissement et demande de crédit pour motif d'investissement en capital



Sources : ONS, BoE Credit Conditions Survey, T4 2023, Crédit Agricole SA / ECO

# CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
16/04/2024	<a href="#">France – Une moindre hausse du taux d'intérêt moyen sur la dette des entreprises qu'en zone euro</a>	France
12/04/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
11/04/2024	<a href="#">Espagne – Les prix de l'immobilier résistent en 2023</a>	Zone euro
11/04/2024	<a href="#">France – Scénario 2024-2025 : la reprise à l'horizon</a>	France
10/04/2024	<a href="#">Royaume-Uni – Le marché immobilier voit le bout du tunnel</a>	Royaume-Uni
10/04/2024	<a href="#">Espagne – Scénario 2024-2025 : résilience de l'activité</a>	Zone euro
10/04/2024	<a href="#">Géo-économie – Tensions et recompositions</a>	Géo-économie
09/04/2024	<a href="#">Zone euro : l'inflation clôt le trimestre sur une baisse</a>	Zone euro
05/04/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
05/04/2024	<a href="#">Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : normalisation(s) ?</a>	Monde, scénario
05/04/2024	<a href="#">Dérapage des finances publiques en France, une incidence à long terme</a>	France
04/04/2024	<a href="#">Sénégal – Bassirou Diomaye Faye élu, le choix de la rupture</a>	Afrique sub-saharienne
03/04/2024	<a href="#">Espagne – Les carburants et l'électricité soutiennent l'inflation de mars</a>	Zone euro
29/03/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
28/03/2024	<a href="#">Chine : confiance, guerre des prix et crédibilité, les maîtres-mots de ce début d'année</a>	Asie
28/03/2024	<a href="#">Espagne – Le plan de relance espagnol accélère le pas</a>	Zone euro
28/03/2024	<a href="#">Afrique sub-saharienne – Trente ans après la dernière dévaluation du franc CFA, quelle stabilité pour la zone monétaire ?</a>	Afrique sub-saharienne
27/03/2024	<a href="#">La Chine n'est pas le Japon des années 1980 et c'est à la fois une bonne nouvelle et un grand problème</a>	Asie
26/03/2024	<a href="#">Royaume-Uni – La cible d'inflation à portée de main, la BoE plus accommodante</a>	Royaume-Uni

Slavena Nazarova

+33 1 43 23 21 40 

slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr



*Achévé de rédiger le 15 avril 2024*



**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](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.