



**Slavena NAZAROVA**

# ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2024-2025

## SOUS DE MEILLEURS AUSPICES ?

**Juillet 2024**

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT  
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

# SYNTHÈSE – UN DÉBUT D'ANNÉE 2024 PROMETTEUR

## Les points-clés du scénario

- ▲ Les chocs sur les prix passés et l'impact des hausses de taux se dissipent.
- ▲ La reprise des salaires réels se poursuivra, bien qu'à des rythmes plus bas, et finira par alimenter la consommation privée.
- ▲ Les baisses de taux à venir et la stabilité politique post-élections soutiendront l'investissement privé.
- ▼ L'inflation devrait accélérer légèrement à court terme sans trop s'écarter de la cible.
- ▼ La rigidité de l'inflation dans les services maintient les risques haussiers sur la conduite de la politique monétaire.
- ▼ La politique budgétaire restera restrictive sous le gouvernement travailliste afin d'assurer la soutenabilité de la dette.

	2022	2023	2024	2025
a/a, %				
PIB	4,3	0,1	0,9	1,4
Consommation privée	4,8	0,2	0,6	2,0
Consommation publique	2,3	0,5	1,6	1,6
Investissement	8,0	2,2	1,9	3,4
Inflation	9,1	7,3	2,7	2,1
Taux de chômage a%	3,9	4,1	4,6	4,7
Contribution au PIB, pp				
Demande intérieure	4,8	0,0	0,4	2,1
Exportations nettes	-1,7	0,3	0,5	-0,7
Stocks	1,0	-0,9	-0,7	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, les chocs passés sur les prix et la politique monétaire restrictive ayant pesé sur la demande. L'activité a crû fortement au premier trimestre 2024, bien que la consommation des ménages soit restée faible.

La demande intérieure, en particulier la consommation des ménages, devrait être le principal moteur de la reprise à venir, portée par une croissance solide des revenus réels et la baisse des taux à venir. À court terme, les ménages pourraient continuer de faire preuve d'un excès de précaution étant donné les chocs passés sur les prix, les taux élevés et l'assouplissement en cours sur le marché du travail. Les perspectives d'investissement sont assorties d'un biais haussier grâce à la période de stabilité politique qui s'ouvre et à la politique pro-business du Labour.

L'inflation est revenue à la cible de 2% en mai 2024 (et a été stable en juin) sur fond de pressions désinflationnistes généralisées. Elle devrait repasser légèrement au-dessus de la cible dans la seconde moitié de l'année en raison d'une inflation moins négative des prix de l'énergie.

Étant donné la poursuite de l'assouplissement sur le marché du travail et les perspectives d'une inflation inférieure à la cible à moyen terme, la BoE devrait entamer un cycle très graduel d'assouplissement monétaire le 1<sup>er</sup> août prochain, mais les risques d'un nouveau report sont significatifs.

## SYNTHÈSE – SOUS DE MEILLEURS AUSPICES ?

### LE RÉSULTAT DES ÉLECTIONS DEVRAIT ÊTRE PROPICE AU CLIMAT DES AFFAIRES, MAIS TOUT *STIMULUS* BUDGÉTAIRE ÉVENTUEL NE SERA QUE MINIME

Le résultat des élections est potentiellement positif pour les perspectives de croissance de l'économie britannique, puisque le programme du Labour se veut favorable aux entreprises, à l'investissement, à la relation avec l'UE et à la discipline budgétaire. Ce changement de gouvernement ne devrait toutefois pas provoquer de miracles. Le Labour est confronté à la réalité budgétaire qui ne lui laisse pas de marges de manœuvre pour un *stimulus* significatif. À moins de très bonnes surprises côté croissance, taux et inflation, le Labour aura une équation difficile à résoudre à l'automne : réaliser des coupes budgétaires massives dans les départements non protégés (hors éducation, santé, aides familiales et défense) estimées à près de 20 milliards de livres sur les cinq prochaines années, augmenter les taxes plus qu'annoncé ou enfreindre la règle budgétaire. Quoi qu'il en soit, la politique budgétaire devra être fortement restrictive dans les prochaines années, avec des surplus primaires à dégager afin de stabiliser le ratio de dette sur PIB.

En ligne avec les anticipations, le Parti travailliste a remporté les élections législatives britanniques du 4 juillet dernier, mettant fin à quatorze ans de pouvoir des conservateurs. Il obtient 411 sièges à la Chambre basse du Parlement sur un total de 650, contre 202 aux élections de 2019. Keir Starmer, *leader* du Parti travailliste sera le nouveau Premier ministre. Il bénéficierait d'une majorité significative de 172 sièges à la Chambre des communes, comparable à celle de Tony Blair en 1997 (179).

**La majorité plus que confortable dont le Labour bénéficiera dans le Parlement britannique lui donnera les pleins pouvoirs pour mettre en œuvre l'ensemble de ses réformes et promesses électorales en termes de dépenses.** Une période de stabilité politique ne sera que positive pour les perspectives de croissance, favorisant l'investissement des entreprises. Toutefois, la

situation budgétaire très tendue laisse peu de place, voire aucune, pour un *stimulus* budgétaire supplémentaire. Toute dépense courante supplémentaire devra être financée par une hausse de la fiscalité. Or, le Labour a promis de ne pas augmenter les impôts sur le revenu, sur les sociétés, les cotisations sociales ou encore la TVA, et de n'emprunter que pour investir, sachant que toute hausse des dépenses d'investissement devra se faire avec parcimonie, afin de ne pas compromettre la stabilisation du ratio de dette publique sur PIB à l'horizon des cinq prochaines années.

**De fait, les montants de dépenses auxquels le Labour s'est engagé dans son programme électoral témoignent d'une prudence budgétaire** : 4,8 milliards de livres supplémentaires par an de dépenses dans les services publics (dans les domaines du système de santé, de la collecte des impôts, de l'éducation, des aides familiales et de la planification) financées par des mesures anti-évasion fiscale et quelques hausses de taxes qui ne concernent qu'une minorité (telles que la TVA dans les écoles privées et une hausse de la fiscalité des non-résidents).

**L'objectif-phare du Labour est d'obtenir la plus forte croissance du PIB au sein du G7 à travers une stimulation de l'investissement**, notamment dans les industries de la transition verte à travers son *Green Prosperity Plan*. Le Labour souhaite investir 4,7 milliards de livres sterling supplémentaires par an dans le cadre de ce plan (contre 8 milliards de livres actuellement). Il vise à accélérer la transition verte (objectif zéro automobiles à combustion interne en 2030, contre 2035 pour les conservateurs) et à créer 650 000 emplois dans les industries vertes. Ces dépenses supplémentaires seront financées en partie par la taxe exceptionnelle sur les profits des compagnies pétrolières (prolongée pour cinq ans et relevée de 3 points de pourcentage) ainsi que par le recours à l'emprunt.

# SYNTHÈSE – DÉBUT D'UN CYCLE DE CROISSANCE MOLLE

## LES INCERTITUDES RISQUENT DE CONTINUER DE PESER SUR LA CONFIANCE

Les risques qui pèsent sur les perspectives économiques et budgétaires sont surtout externes. 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, le parti travailliste pourrait être contraint d'annoncer une hausse de la fiscalité plus importante qu'annoncé lors de la campagne électorale, en particulier si la croissance et les taux surprennent défavorablement cette année, creusant davantage le déficit budgétaire. La confiance des ménages

pourrait mettre plus longtemps que prévu à se redresser durablement et à soutenir la consommation finale. Le taux d'inflation pourrait surprendre à la hausse et ralentir le processus d'assouplissement monétaire à venir, ce qui serait de nature à peser sur la demande domestique.

À moyen terme, bien que le programme du parti travailliste mette l'accent sur les réformes du marché du travail en vue de promouvoir la participation et l'emploi, l'incertitude demeure sur les conditions de l'offre : elle concerne notamment le grand nombre d'inactifs pour raisons de santé, le solde migratoire et les projections de population et, enfin, la croissance de la productivité qui demeure faible.

### 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	3,2	2,9	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PIB États-Unis (a/a, t/t, annualisé, %)	1,9	2,5	2,0	0,4	-2,0	-0,6	2,7	2,6	2,2	2,1	4,9	3,4	1,4	1,7	0,5	-0,8	-0,5	1,1	1,4	2,0
PIB zone euro (a/a, t/t, %)	3,4	0,4	0,8	1,5	0,6	0,8	0,5	0,0	0,6	0,1	0,0	-0,1	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
PIB Chine (a/a, t/t, %)	3,0	5,2	4,7	4,2	0,4	-2,1	4,0	0,8	1,8	0,8	1,5	1,2	1,5	0,7	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
Taux de dépôt BCE (fin de période, %)	2,00	4,00	3,25	2,50	-0,50	-0,50	0,75	2,00	3,00	3,50	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50
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	1,09	1,08	1,06	1,05	1,07	1,09	1,10	1,12
Brent (moyenne, USD/baril)	99,1	82,3	84,2	88,0	98,0	112,1	97,7	88,6	82,2	77,9	85,9	83,0	81,9	85,0	83,0	87,0	85,0	87,0	90,0	90,0

Sources : BoE, BCE, Eurostat, FMI, Refinitiv, Réserve fédérale, Crédit Agricole SA / ECO

# ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

## LE TAUX DE CROISSANCE SURPREND POSITIVEMENT ET L'INFLATION EST RETOURNÉE À LA CIBLE

**Les données d'activité ont été encourageantes depuis le début de l'année.** L'économie a émergé de la récession du second semestre 2023 en enregistrant une hausse du PIB supérieure aux anticipations au premier trimestre de 0,7% en variation trimestrielle (révisée depuis 0,6% dans l'estimation préliminaire). La décomposition par composantes des dépenses est toutefois moins robuste : la demande intérieure ne contribue qu'à hauteur 0,1 point de pourcentage, les variations de stocks pesant pour 0,6 point de pourcentage, tandis que la consommation des ménages augmente modérément (+0,4% en variation trimestrielle) et l'investissement total progresse de 0,9%. L'investissement des entreprises ralentit sur le trimestre : +0,5% après 1,4% au quatrième trimestre ; l'investissement résidentiel rebondit (+3,2%) après cinq trimestres consécutifs de repli. C'est le solde commercial qui a contribué le plus à la croissance (+0,6 point de pourcentage) grâce à une chute des importations (-2,7%) plus forte que celle des exportations (-1%).

**Les données d'activité pour le deuxième trimestre suggèrent que le *momentum* est resté solide.** Après avoir été stable en avril, le PIB réel s'est redressé de 0,4% en mai. Sur les trois derniers mois le PIB réel a progressé de 0,9%, son rythme le plus élevé depuis janvier 2022. Le dynamisme du secteur de services est le principal contributeur avec une croissance de 1,1% sur la période, tandis que la production industrielle a été stable et la construction a baissé de 0,7%. L'effet d'acquis pour le deuxième trimestre s'élève à 0,6 point de pourcentage ce qui implique des risques haussiers sur notre prévision de croissance de 0,3% sur le trimestre.

**Les enquêtes auprès des entreprises, telles que les indices PMI auprès des directeurs d'achat, ont été plus faibles que les**

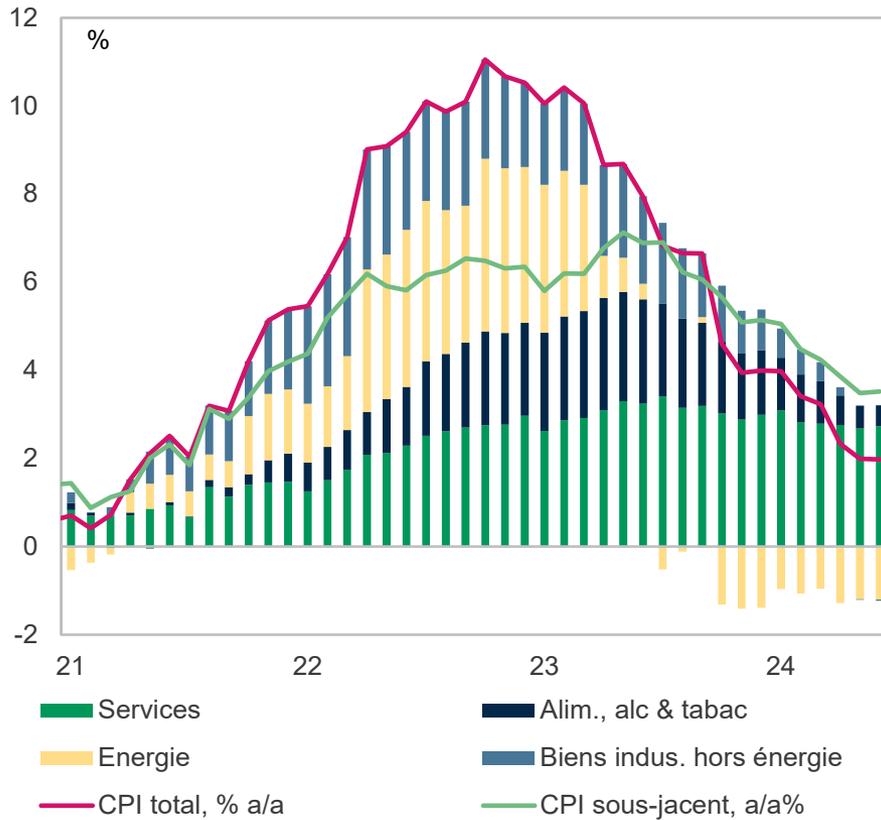
**données d'activité réalisées.** L'indice PMI services fléchit à 52,1 en juin contre 55 en avril, tandis que le secteur manufacturier continue d'évoluer autour de 50, le seuil qui délimite l'expansion de la contraction. Cependant, ce ralentissement semble refléter en partie l'incertitude liée aux résultats des élections législatives du 4 juillet dernier. Cette incertitude semble avoir pesé sur la demande domestique dans les services notamment, le rythme de croissance atteignant un plus bas depuis novembre dernier. Cet effet ne devrait être que de courte durée et on devrait observer une embellie en juillet. Néanmoins, le PMI composite demeure solide (52,3 en juin après 54,1 en avril) suggérant un ralentissement limité.

**Le taux d'inflation des prix à la consommation a atteint la cible de 2% au mois de mai** (après 2,3% en avril et 3,2% en mars), tirée à la baisse par les prix de l'énergie et des biens industriels *core* ainsi que par la désinflation des prix alimentaires. L'inflation des services a baissé à 5,7% en mai (après 5,9% en avril et 6% en mars) et est également restée stable en juin. L'inflation sous-jacente est ressortie à 3,5% pour le second mois consécutif. Les composantes qui ont exercé des pressions à la hausse sur le taux d'inflation en juin ont été « la restauration et l'hôtellerie » et « le transport ». En effet, les prix dans les restaurants et les hôtels ont continué d'afficher des rebonds solides d'un mois à l'autre (de 0,9% en moyenne sur les cinq derniers mois) et leur taux d'inflation a atteint 6,3%, un plus haut depuis janvier. Dans le transport, le taux d'inflation a accéléré à 0,9% en juin, principalement en raison d'effets de base dans les prix des voitures d'occasion qui ont baissé moins fortement en juin cette année qu'en juin 2023 mais dont le taux d'inflation demeure en territoire négatif pour le onzième mois consécutif.

# ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

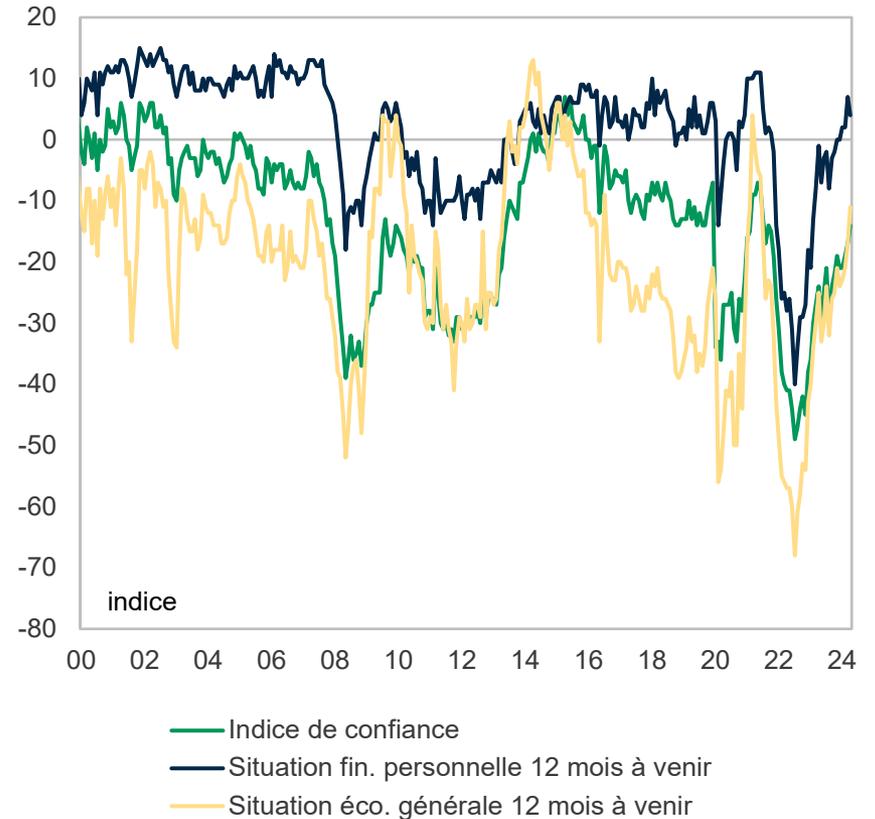
## RETOUR DE LA CONFIANCE DU CONSOMMATEUR SUR FOND DE BAISSÉ DE L'INFLATION

L'inflation CPI est ressortie à 2% pour le deuxième mois consécutif en mai



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La confiance du consommateur se redresse



Sources : GfK, Crédit Agricole SA / ECO

## EN ATTENTE DE LA LEVÉE DES INCERTITUDES, LES MÉNAGES ÉPARGNENT

**Un défaut de confiance.** La confiance des ménages a continué de se redresser, atteignant un plus haut depuis novembre 2021, selon l'indicateur Gfk, sans toutefois revenir à son niveau d'avant-Covid. Les ménages sont plus optimistes concernant leur situation financière future et ont une meilleure perception sur la situation économique générale, mais considèrent que ce n'est pas encore le moment de faire des achats importants. Les ventes au détail se sont contractées chaque mois entre février et avril, avant de rebondir en mai (+2,8% en variation mensuelle, +1,2% sur un an). Les consommateurs se montrent prudents et augmentent leur taux d'épargne. Celui-ci atteint 11,1% au premier trimestre témoignant d'un comportement de précaution qui persiste.

**La consommation des ménages a crû légèrement au premier trimestre** (+0,4% en variation trimestrielle, -0,2% sur un an) après deux trimestres de contraction. Elle se situe encore 1,7% en-deçà de son niveau d'avant Covid. Au premier trimestre, une baisse de la consommation finale liée au tourisme a pesé sur la consommation des ménages totale, tandis que les achats de biens durables (+1% sur le trimestre), de biens non-durables (0,7%) et de services (0,6%) ont progressé globalement en ligne avec leurs moyennes historiques de long terme.

**La consommation des ménages devrait continuer de s'améliorer dans les prochains mois, bien qu'un comportement de précaution pourrait persister.** D'abord, les ménages anticipent sans doute une poursuite de la hausse du taux de chômage. Ensuite, ils pourraient attendre de voir la première revue des dépenses budgétaires du gouvernement travailliste qui devrait avoir

lieu à la rentrée pour s'assurer que le Labour ne va pas resserrer la fiscalité plus qu'annoncé lors de la campagne électorale. Enfin, il y a encore des ménages qui n'ont pas subi de hausse de leur coût de service de la dette après la montée des taux : selon la BoE, un tiers de l'impact sur le PIB des hausses passées de taux n'a pas encore eu lieu. 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.

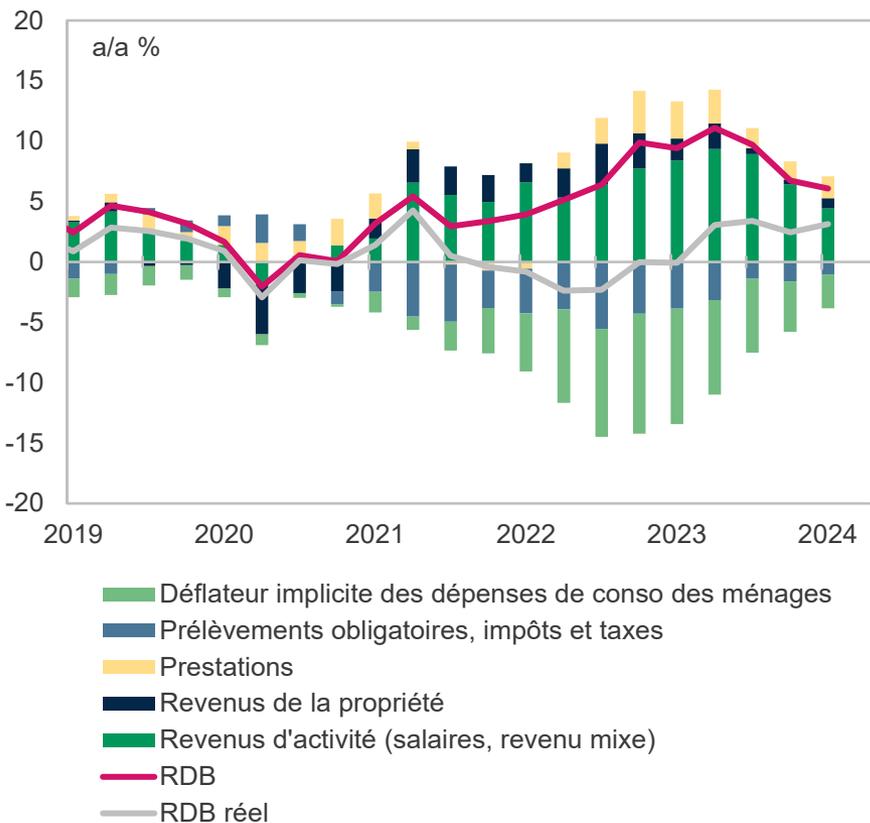
**Le revenu disponible réel a continué de croître fortement : +3,1% sur un an au premier trimestre.** Après avoir chuté de 2,8% entre le T3-2021 et le T3-2022, il se situe désormais 1,8% au-dessus de son niveau du T2-2021. La reprise s'explique essentiellement par la forte croissance des revenus d'activité (salaires, revenus mixtes) et le reflux de l'inflation. La croissance des revenus décélère mais reste élevée (5% sur un an au T1-2024 contre un plus haut à 10,6% au T2-2023), tandis que le taux de croissance du déflateur implicite des dépenses de consommation a fléchi à 2,8%. **Le revenu réel disponible devrait ralentir dans les prochains trimestres avec la hausse anticipée de l'inflation au second semestre et la poursuite de la modération de la croissance des salaires.**

Compte tenu de ces facteurs contrastés, nous tablons sur un renforcement graduel de la consommation des ménages avec une croissance moyenne annuelle encore faible cette année (+0,6% en 2024) avant de rebondir de 2% en 2025.

# MÉNAGES

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

Le taux de croissance du revenu disponible brut dépasse 3% sur un an depuis quatre trimestres



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La consommation des ménages demeure plus faible que suggéré par l'évolution du RdB



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

# MARCHÉ DU TRAVAIL

## POURSUITE DE L'ASSOUPLISSMENT

**Le marché du travail a continué de s'assouplir, apportant de bonnes nouvelles pour la BoE.** Le taux de chômage a progressé sur le trimestre, atteignant 4,4% sur les trois mois à fin mai (contre 4,2% sur les trois mois à fin février), s'approchant de son niveau d'équilibre de moyen terme (4,5% selon l'estimation de la BoE).

**L'emploi diminue depuis le début de l'année** (-175 000 entre les trois mois à fin décembre et les trois mois à fin mai), -0,9% sur un an. La baisse de l'emploi sur fond de hausse de la population totale conduit à un recul du taux d'emploi : 74,4% de la population (âgée de 16 à 64 ans), un plus bas depuis presque trois ans, perdant 0,6 pp depuis décembre et 1,1 pt depuis un an.

**Le nombre de postes vacants continue de reculer** : -3,3% au T2 par rapport au T1, à 889 000, un niveau toutefois toujours supérieur au niveau pré-pandémique (de +11,6% ou 93 000). Le ratio chômeurs/-postes vacants, qui constitue un indicateur-clé du degré d'assouplissement du marché du travail, est désormais en ligne avec ses niveaux de 2019. On compte à présent 1,7 chômeur par poste à pourvoir, alors que ce rapport était d'un pour un à son plus bas au cours de la première moitié de 2022. De même, les difficultés de recrutement ont significativement diminué, sans toutefois retomber aux niveaux d'avant la pandémie, comme c'est le cas notamment pour les besoins de main-d'œuvre qualifiée dans l'industrie.

**La relation entre taux de chômage et taux de postes vacants (courbe de Beveridge) semble revenue à une situation comparable à celle d'avant 2020** (lorsqu'une baisse du taux de postes vacants était accompagnée d'une hausse du taux de chômage), suggérant que tout assouplissement supplémentaire du marché du travail dans les mois à venir devrait se traduire par une hausse du chômage. Nous tablons sur une poursuite de la hausse du taux de chômage dans les prochains mois (vers 4,8% en fin d'année selon nos prévisions).

**Le marché britannique demeure caractérisé par un taux d'inactivité anormalement élevé depuis la pandémie**, et en hausse : + 389 000

sur un an, à 22,1% de la population âgée entre 16 et 64 ans. Cela est dû à une hausse des maladies de longue durée et du nombre d'étudiants. Des mouvements dans la composition de la population et, notamment, dans la pyramide des âges semblent participer également à l'explication de la hausse du taux d'inactivité et de chômage. La faible participation permet d'expliquer en partie à son tour le niveau bas du taux de chômage, les personnes quittant le marché du travail n'étant évidemment pas comptées en tant que chômeurs. Le *Brexit* n'a pas arrangé les choses, contribuant au manque de main-d'œuvre dans certains segments de l'activité qu'une hausse de l'immigration hors UE n'a pas pu compenser, contribuant par-là aux tensions sur les salaires.

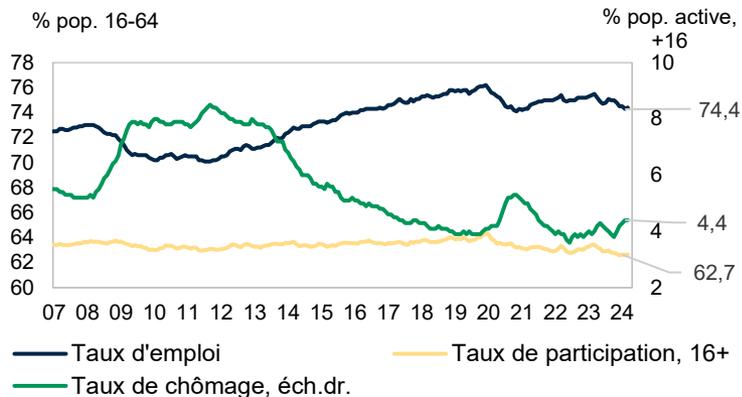
**Le rééquilibrage de la demande et de l'offre de travail, ainsi que la baisse des anticipations d'inflation (celles-ci évoluent en ligne avec l'inflation réalisée) se sont traduits par une modération de la croissance des rémunérations salariales.** Bien que le taux de chômage ait été stable en mai par rapport à avril, la croissance des salaires a ralenti à 5,7% sur les trois mois à fin mai après avoir été stable à 6% entre décembre et avril. La croissance des salaires a fléchi davantage dans le secteur privé, à 5,6% sur les trois mois à fin mai, contre 5,9% dans les trois à fin avril. Toutefois, celle-ci reste encore forte en raison de pressions persistantes exercées par les chocs passés sur les prix (effets de second tour). Les individus cherchent à compenser les chocs sur les prix (et sur les taux d'intérêt) pour maintenir leurs niveaux de vie en renégociant des hausses de salaires. C'est dans le secteur manufacturier et dans la finance que la croissance des salaires est la plus forte (6,7%), suivie par le secteur public (6,5%).

**Cette modération de la croissance salariale sur fond de poursuite de l'assouplissement du marché du travail devrait rassurer la BoE quant aux perspectives d'inflation dans les services et inciter certains membres du MPC à rejoindre le camp « dovish » en août et voter pour une première baisse de taux.** Toutefois, la stabilisation de l'inflation des services en juin implique le risque d'un nouveau report de l'assouplissement monétaire.

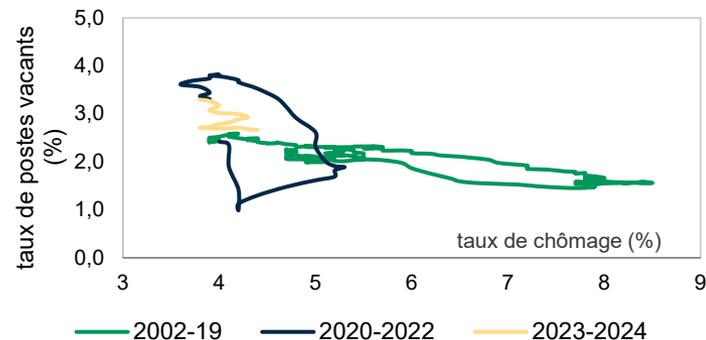
# MARCHÉ DU TRAVAIL

## L'ASSOUPPLISSEMENT SE POURSUIT, MAIS LA CROISSANCE DES SALAIRES RESTE ÉLEVÉE

**Le taux de chômage augmente mais le taux de participation se dégrade**

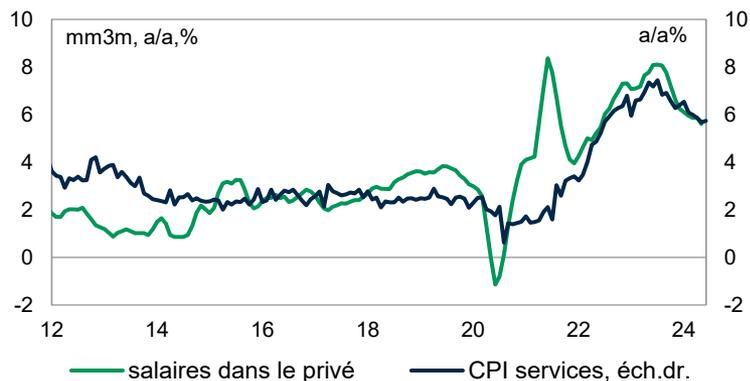


**Courbe de Beveridge : vers une hausse supplémentaire du taux de chômage**



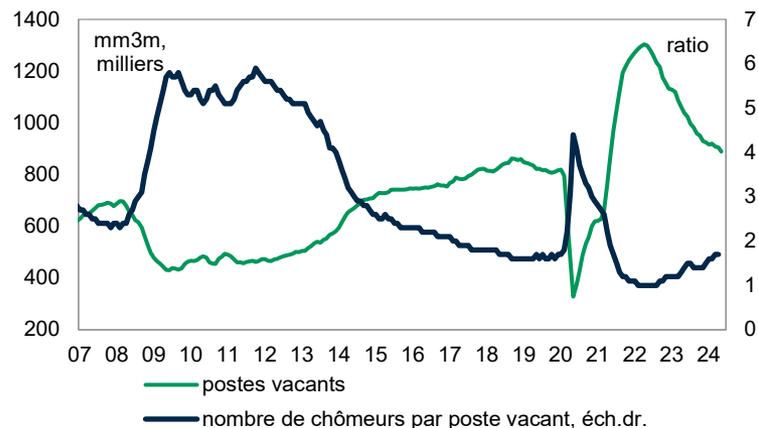
Note : Le taux de postes vacants est calculé comme le rapport entre le nombre de postes vacants et la somme entre l'emploi et le nombre de postes vacants à une période donnée.

**La croissance des salaires continue de baisser graduellement**

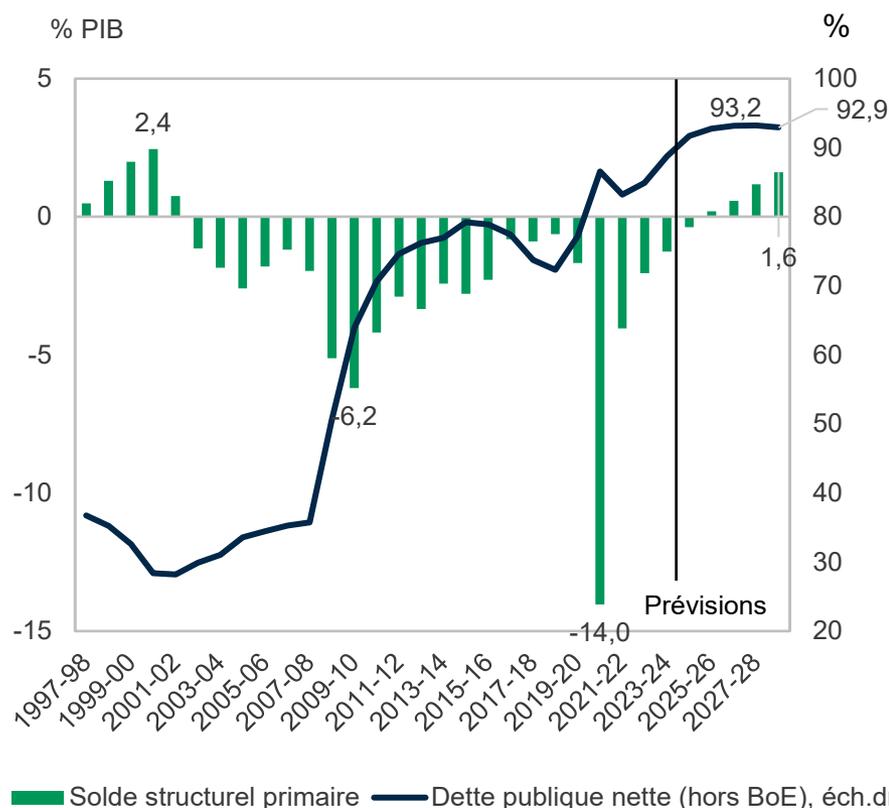


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

**La demande de main-d'œuvre continue de baisser mais reste élevée**



### La stabilisation du ratio de dette nécessite des surplus primaires de 1,5% à long terme



Sources : OBR EFO Mars 2024, Crédit Agricole SA / ECO

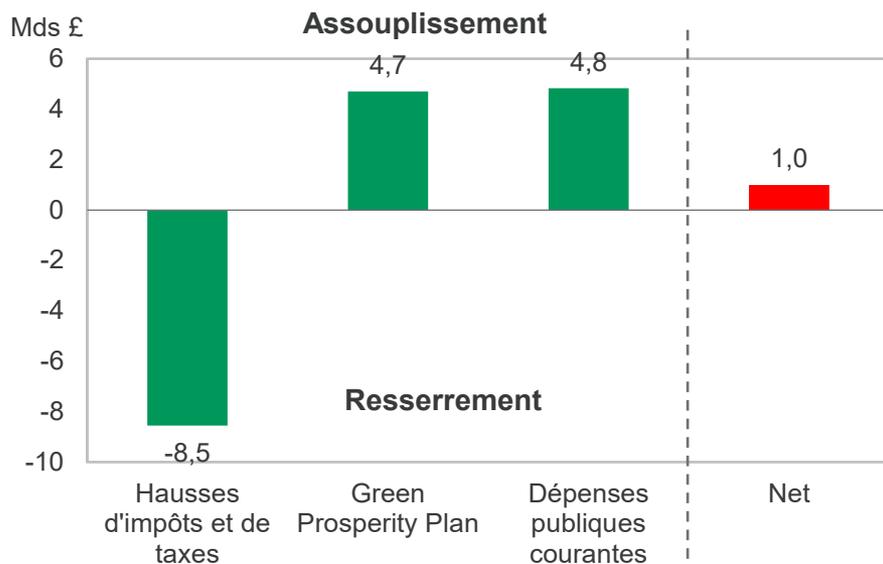
Le Labour s'est engagé à respecter la règle budgétaire qui consiste à faire baisser le ratio de dette sur PIB à l'horizon des cinq prochaines années (dette mesurée par la dette nette du secteur public). En outre, il se fixe comme règle supplémentaire de financer toute hausse des dépenses publiques courantes par des recettes supplémentaires et de n'emprunter que pour financer une hausse de l'investissement public.

Selon les dernières prévisions de l'OBR de mars dernier, le ratio de dette nette du secteur public ne baisserait que la toute dernière année de prévision, à 92,9% du PIB, après avoir atteint 93,2% en 2026-2027 et 2027-2028, soit une baisse de 9 milliards de livres. Il s'agit d'une des marges de manœuvre les plus faibles depuis 2010. Pour cela, il faudra réaliser des efforts significatifs en termes à la fois hausse de la fiscalité et de coupes budgétaires. Le solde structurel primaire (le solde ajusté du cycle et hors dépenses d'intérêts sur la dette) devra être excédentaire atteignant 1,5% du PIB à long terme.

De plus, plusieurs facteurs sont susceptibles d'éroder la marge et inscrire le ratio de dette publique sur PIB sur une trajectoire haussière :

- Le coût de service de la dette sera révisé à la hausse en raison d'une inflation plus forte qu'anticipé en mars et des anticipations de taux d'intérêt plus élevés qu'en mars dernier.
- Les prévisions de croissance de la productivité de l'OBR (1,1% par an contre 0,6% en moyenne par an au cours des dix ans avant la pandémie) risquent d'être révisées à la baisse.
- Des dépenses exceptionnelles sont apparues depuis les prévisions de l'OBR en mars dernier, à savoir la compensation des victimes du sang infecté (10 Mds £) et des hausses des dépenses sur les réfugiés et les politiques d'immigration (4 Mds £ supplémentaires par an).
- Le plan du Labour prévoit d'emprunter 17,5 Mds £ au cours des cinq prochaines années dans la transition verte.

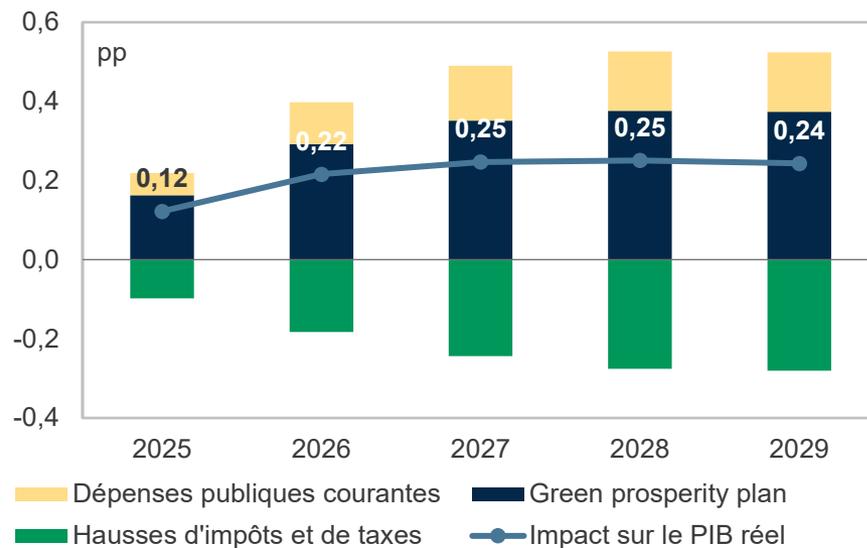
### Mesures du Labour : impact sur le déficit budgétaire à horizon 2028/29



Sources : Labour manifesto, calculs Crédit Agricole SA / ECO

En s'engageant à financer toute dépense publique courante supplémentaire par des recettes supplémentaires et à réduire le ratio de la dette publique d'ici cinq ans, le Parti travailliste a opté pour une attitude politiquement prudente : **tout assouplissement budgétaire supplémentaire qu'il pourrait annoncer à court terme sera probablement limité.** De fait, alors que le programme électoral du Parti travailliste est clairement favorable à la croissance, à la stabilité et à l'UE, le cadre budgétaire contraint limite les possibilités de forte relance budgétaire. Le risque serait même que les hausses d'impôts soient plus importantes que celles annoncées avant les élections, pour au moins éviter des coupes claires dans les ministères « non protégés » (transports,

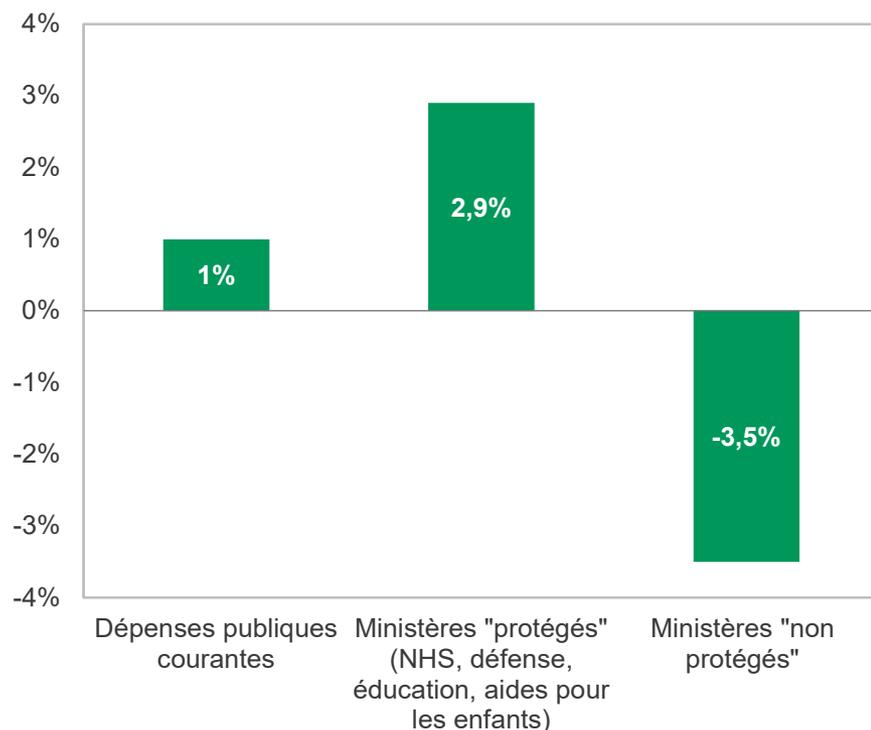
### Impact cumulé sur le PIB réel des mesures annoncées dans le programme du Labour



Sources : Labour manifesto, Multiplicateurs fiscaux de l'OBR, calculs Crédit Agricole SA / ECO

justice et ministère de l'Intérieur). **Nous estimons à 0,25 point de pourcentage l'impact sur le PIB réel à horizon 2028** (en utilisant les multiplicateurs fiscaux de l'OBR) de l'ensemble des politiques du Labour, avec un impact de 0,12 point de pourcentage au cours de la première année de la prochaine législature. Un impact modeste, mais qui pourrait être amplifié par une hausse de l'investissement privé si le Labour parvenait à réaliser son pari : « débloquer » l'investissement privé en favorisant un environnement politique et institutionnel stable, une relation plus étroite avec l'UE et des partenariats stratégiques entre l'État et les investisseurs privés.

### Dépenses publiques : un trou énorme à combler dans les ministères « non protégés »



■ taux de croissance moyen annuel en termes réels, 2024/25 à 2028/29

Sources : OBR EFO Mars 2024, Crédit Agricole SA / ECO

Les montants de dépenses auxquels le Labour s'est engagé dans son programme électoral témoignent d'une prudence extrême : 4,8 milliards de livres de dépenses supplémentaires par an dans les services publics (dans les domaines du système de santé, de la collecte des impôts, de l'éducation, des aides familiales et de la planification) qui seraient plus qu'entièrement financées par des mesures anti-évasion fiscale (5,2 milliards de livres par an) et quelques hausses de taxes qui ne concernent qu'une minorité (telles que la TVA dans les écoles privées et une hausse de la fiscalité des non-résidents).

La future chancelière de l'Échiquier, Rachel Reeves, aura quelques décisions difficiles à prendre. Elle n'a notamment pas encore expliqué comment elle allait résoudre le problème avec les coupes significatives à réaliser dans les ministères non-protégés (estimées dans une fourchette entre 1,9% et 3,5% par an en termes réels, soit entre 10 et 20 milliards de livres) et qui découlent des projections de dépenses publiques laissées par le gouvernement précédent. De telles coupes seront très difficiles à mettre en œuvre. La Chancelière aura trois options devant elle :

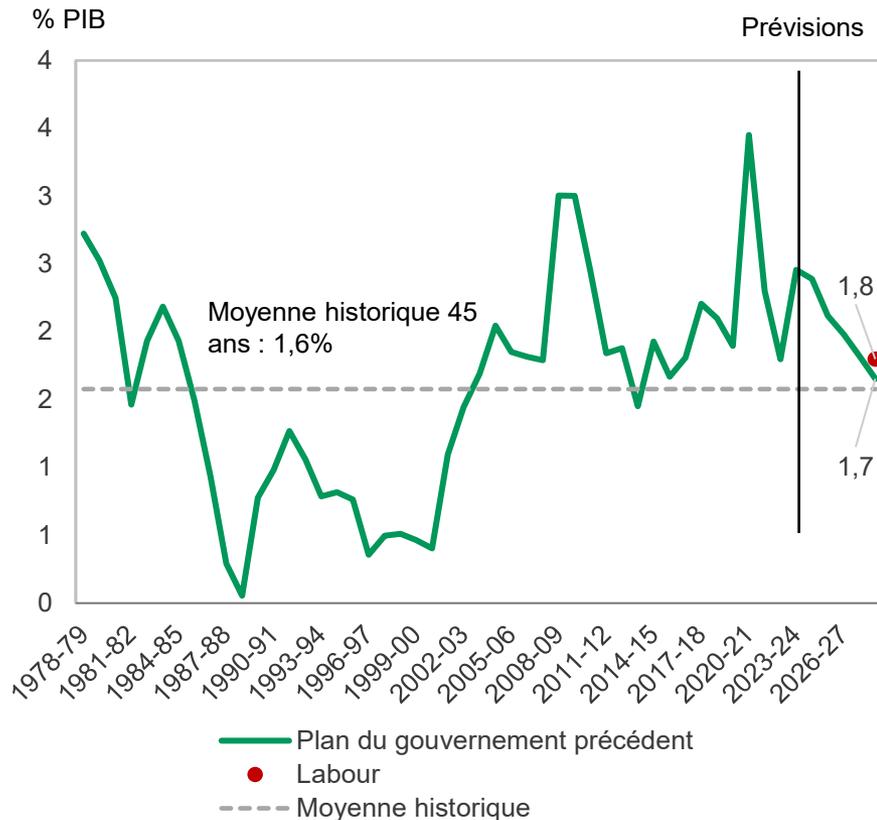
- accepter de mettre en œuvre les baisses des dépenses publiques prévues par le gouvernement actuel,
- augmenter les impôts au-delà de ce qui est déjà prévu, sachant que le Labour a écarté toute hausse future des impôts principaux tels que les impôts sur le revenu, des contributions sociales (*National Insurance Contributions*, NIC), de la TVA (sauf sur l'éducation dans les écoles privées) et du taux d'impôt principal sur les sociétés,
- emprunter davantage, ce qui impliquerait très certainement une rupture avec la règle budgétaire.

Madame Reeves n'aura sans doute pas d'autre choix que d'annoncer une hausse des dépenses financée par une hausse des impôts et des taxes au-delà de ce qui a été annoncé lors de la campagne électorale (par exemple une hausse de l'impôt sur la fortune ou sur le patrimoine). **Le taux de fiscalité (mesuré par le ratio des recettes fiscales sur PIB) dépasserait le record historique de l'après-guerre (de 37,2% du PIB).**

# FINANCES PUBLIQUES

## UN EFFORT SIGNIFICATIF D'INVESTISSEMENT DANS LA TRANSITION VERTE, MAIS AU-DÉTRIMENT DES AUTRES SECTEURS

### L'investissement public net continuerait de baisser entre 2024/2025 et 2028/2029



Sources : OBR EFO Mars 2024, Institute for Fiscal Studies, Crédit Agricole SA / ECO

Au cœur du programme du labour se trouve l'objectif d'accélérer la transition verte avec l'objectif de délivrer une énergie zéro carbone d'ici 2030. Pour cela, le Labour envisage des investissements supplémentaires de 4,7 milliards de livres par an en moyenne à horizon 2028/29 dans les industries de lutte contre le réchauffement climatique (contre 8 milliards de livres actuellement).

Trois dispositifs-clé verront le jour :

- « *Great British Energy* » une nouvelle société publique dédiée aux investissements dans l'énergie propre, capitalisé à hauteur de 8,3 milliards de livres lors de la prochaine législature
- « *National Wealth Fund* » pour investir dans l'industrie
- « *Warm Homes Plan* », plan d'isolation des logements anciens

Ces investissements seront financés en partie par la taxe exceptionnelle sur les profits des compagnies pétrolières (prolongée pour cinq ans et relevée de 3 points de pourcentage), supposée lever 1,2 milliards de livres par an en moyenne, ainsi que par le recours à l'emprunt (3,5 milliards de livres par an).

Selon les estimations de l'IFS, les dépenses d'investissement en capital promis par le Labour seraient insuffisantes pour infléchir la trajectoire baissière de l'investissement public net. En l'absence d'investissements supplémentaires dans les industries « non-vertes », l'investissement public total continuerait de baisser.

# FINANCES PUBLIQUES

## PROGRAMME DU LABOUR

Politique	Engagements clé
<b>Impôts et taxes</b>	Supprimer les niches fiscales pour les personnes non domiciliées (levant environ 5,2 mds £ selon le manifeste) et sur les intérêts portés pour le capital-investissement (0,6 mds £). Application de la TVA et des tarifs professionnels aux écoles privées (1,5 mds £) Taxe exceptionnelle sur les grandes sociétés pétrolières et gazières (1,2 mds £) Engagement à ne pas augmenter les taux d'imposition généraux
<b>Marché du travail</b>	Présenter une législation dans les 100 jours suivant l'entrée au gouvernement, notamment « en interdisant les contrats zéro heure abusifs ; en mettant fin aux licenciements et aux réembauches ; et en introduisant des droits fondamentaux depuis le premier jour pour le congé parental, des indemnités de maladie et des protections contre le licenciement abusif."
<b>Immigration</b>	"Nous réformerons le système d'immigration basé sur des points afin qu'il soit équitable et correctement géré, avec des restrictions appropriées sur les visas et en liant l'immigration et la politique des compétences. Créer un nouveau Commandement de Sécurité aux Frontières, financé par l'annulation du programme Rwanda
<b>Energie/transition verte</b>	Une énergie zéro carbone d'ici 2030, « accélérer le zéro net » Ne pas délivrer de nouvelles licences pour l'exploration pétrolière et gazière en mer du Nord, mais honorer celles existantes. Interdire les voitures à moteur à combustion interne d'ici 2030 (contre 2035 selon la politique du parti conservateur). Investir dans la transition verte via le Plan de prospérité verte et le Fonds national de richesse, créant 650 000 emplois d'ici 2030, financés par l'extension de l'impôt sur les bénéfices des grands sociétés pétrolières jusqu'à la fin de la prochaine législature et en augmentant le taux du prélèvement de 3 points de pourcentage. D'ici 2030 : doubler l'éolien terrestre, tripler le solaire, quadrupler l'éolien offshore. Créer le grand groupe British Energy, capitalisé à hauteur de 8,3 mds £ lors de la prochaine législature, pour co-investir dans les nouvelles technologies. Mandater les institutions financières réglementées du Royaume-Uni à « élaborer et mettre en œuvre des plans de transition crédibles qui s'alignent sur l'objectif de 1,5°C de l'Accord de Paris ».
<b>Santé et protection sociale</b>	Eliminer les délais d'attente supérieurs à 18 semaines d'ici la fin de la prochaine législature. Mettre en œuvre le plan de main-d'œuvre à long terme du NHS et le programme de nouveaux hôpitaux. 1,8 md £ supplémentaires pour le NHS (couvre les politiques annoncées précédemment, notamment le doublement du nombre de scanners et d'IRM dans le NHS et le recrutement de 8 500 nouveaux personnels de santé mentale)
<b>Immobilier</b>	Livrer 1,5 million de logements au cours des 5 prochaines années, introduire des objectifs locaux obligatoires en matière de logement, planifier la prochaine génération de villes nouvelles.
<b>Défense</b>	Réaliser un examen stratégique de la défense au cours de la première année de gouvernement et tracer la voie à suivre pour consacrer 2,5 % du PIB à la défense. En quête d'un nouveau pacte de sécurité entre le Royaume-Uni et l'UE
<b>Commerce extérieur</b>	Renforcer les liens commerciaux avec l'UE via des accords spécifiques dans des domaines tels que les accords vétérinaires, les artistes en tournée, et rechercher la reconnaissance mutuelle des qualifications professionnelles, mais excluant le retour au marché unique ou à l'union douanière.

Sources : Labour manifesto, BMI, IFS, Crédit Agricole SA / ECO

# POLITIQUE MONÉTAIRE

## LA RIGIDITÉ DES PRIX DANS LES SERVICES IMPLIQUE LE RISQUE D'UN NOUVEAU REPORT DE L'ASSOUPPLISSEMENT MONÉTAIRE

La BoE a maintenu le *statu quo* sur le taux directeur (à 5,25%) à sa dernière réunion en juin, mais on a observé une nette inflexion *dovish* au sein du Comité de politique monétaire (MPC).

En juin, deux membres du MPC (Swati Dhingra et Dave Ramsden) ont voté pour une baisse de 25 points de base pour la deuxième fois consécutive et **pour certains membres du MPC la décision a été « bien équilibrée »**. Pour d'autres membres, moins accommodants, les surprises en provenance de l'inflation des services signifient que les effets de second tour seront plus persistants sur l'inflation sous-jacente. Ils estiment que « des preuves supplémentaires d'une moindre persistance de l'inflation sont nécessaires avant d'adopter une politique monétaire moins restrictive ». Pour qu'une majorité se dégage au sein du MPC en faveur de l'assouplissement monétaire, il faudra que trois membres supplémentaires se prononcent en faveur d'une baisse.

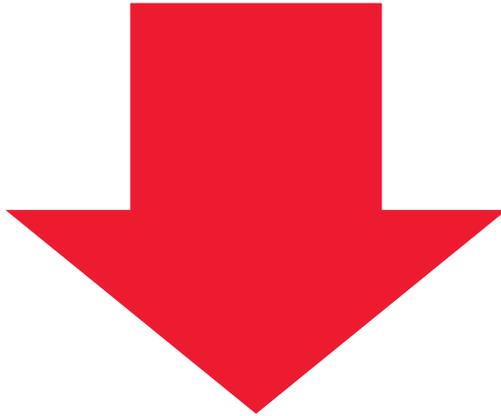
**L'inflation (CPI) a atteint la cible de la BoE en mai (2,0%) et a été stable en juin, soit une évolution très légèrement au-dessus des prévisions de la Banque centrale** (2,0% anticipé en moyenne pour le trimestre contre 2,1% réalisé). L'inflation des services est restée stable à 5,7% en juin par rapport au mois de mai (lorsque la BoE anticipait une baisse à 5,3%), un rythme trop élevé. Cette rigidité s'explique par la croissance des salaires mais également, en partie, par le rôle des composantes réglementées et indexées du panier (hausse des tarifs de téléphonie et internet), ainsi que par les composantes volatiles, qui n'ont pas d'incidence sur l'inflation à moyen terme. Du côté des nouvelles *dovish*, l'inflation sur les produits de base (-0,1% en glissement annuel en mai et en juin) a été plus faible que prévu et les indicateurs avancés continuent de suggérer une baisse des pressions sur les coûts de production.

L'inflation salariale, un autre indicateur-clé pour la conduite de la politique monétaire en raison de sa relation avec l'inflation des services, s'est stabilisée à 6,0% au cours des trois derniers mois à fin avril avant de baisser à 5,7% en mai, un rythme trop élevé pour être compatible avec la cible d'inflation de la BoE. Dans le secteur privé, la croissance des salaires a continué de se modérer graduellement, baissant à 5,6% sur les trois mois à fin mai. La hausse du salaire minimum en avril a joué un rôle dans la croissance des salaires et des prix, mais probablement temporaire. En effet, après avoir fortement rebondi en avril, la composante « prix des intrants » de l'indice PMI des services a rebaisé en mai à un niveau proche de sa moyenne historique. De plus, les anticipations d'inflation des ménages ont continué de se modérer et la plupart sont revenues à des niveaux proches de leurs moyennes historiques. Étant donné que les anticipations d'inflation jouent un rôle important dans les accords salariaux, cela augure favorablement de la poursuite de la modération salariale, d'autant plus que le taux de chômage s'inscrit en hausse depuis le début de l'année.

Étant donné la poursuite de l'assouplissement sur le marché du travail et les perspectives d'une inflation inférieure à la cible à moyen terme (2,6% au quatrième trimestre 2024, puis 2,3% au quatrième trimestre 2025 et 1,6% au quatrième trimestre 2026 selon les prévisions de la BoE du mois de mai), **notre scénario central table sur le début d'un cycle très graduel d'assouplissement monétaire le 1<sup>er</sup> août prochain, mais les risques d'un nouveau report de la première baisse de taux sont significatifs**. La BoE reste dépendante des données et les derniers chiffres sur l'inflation et les salaires sont sans doute toujours trop élevés pour certains membres du MPC.

# RISQUES

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



### Risques à la baisse de l'activité

Risques liés au gouvernement majoritaire du Labour : dérapage sur la discipline budgétaire (provoquant une nouvelle crise sur les marchés des *gilts*) ou *a contrario* une austérité excessive

Escalade des conflits géopolitiques et nouvelle poussée de l'inflation

Maintien de conditions de financement strictes

Croissance mondiale plus faible que prévu



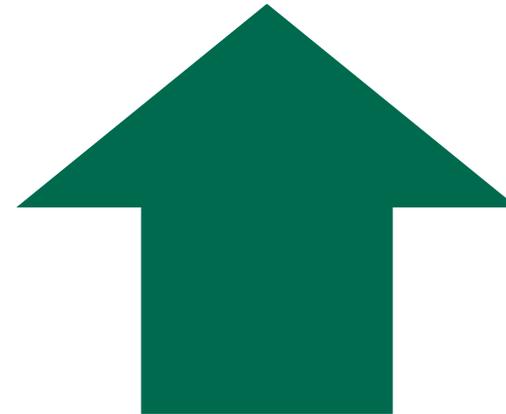
### Risques à la hausse de l'activité

La promesse de stabilité politique avec le gouvernement majoritaire des Travailleurs promeut un redressement rapide de la confiance et de l'investissement privé

Risques géopolitiques dissipés

Absence de récession aux États-Unis

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	0,9	1,4	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,7	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
consommation privée	0,2	0,6	2,0	0,9	0,4	-0,9	-0,1	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
consommation publique	0,5	1,6	1,6	-0,8	2,2	1,1	0,1	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
investissement	2,2	1,9	3,4	2,2	-1,2	-1,4	0,9	0,9	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0	1,0
variations de stocks*	-0,9	-0,7	0,0	-0,2	0,0	-0,5	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
exportations nettes*	0,3	0,5	-0,7	-1,8	-0,6	0,6	-0,2	0,6	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Taux de chômage	4,1	4,6	4,7	3,9	4,3	4,0	4,0	4,4	4,5	4,6	4,8	4,8	4,7	4,6	4,6
Inflation (CPI, a/a%)	7,3	2,7	2,1	10,2	8,4	6,7	4,2	3,5	2,1	2,4	2,7	2,5	2,2	1,9	1,8
CPI sous-jacent (a/a%)	6,2	3,7	2,3	6,1	6,9	6,4	5,3	4,6	3,6	3,2	3,4	3,2	2,2	1,9	1,8
Compte courant (% PIB)	-3,3	-1,4	-2,0	-3,2	-4,1	-2,7	-3,1	-3,1	-	-	-	-	-	-	-
Déficit public (% PIB)	-5,9	-3,8	-2,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% PIB)	101,3	103,6	105,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux directeur**	5,25	4,75	3,75	4,25	5,00	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75	4,25	4,25	4,00	3,75

\* Contributions à la croissance du PIB

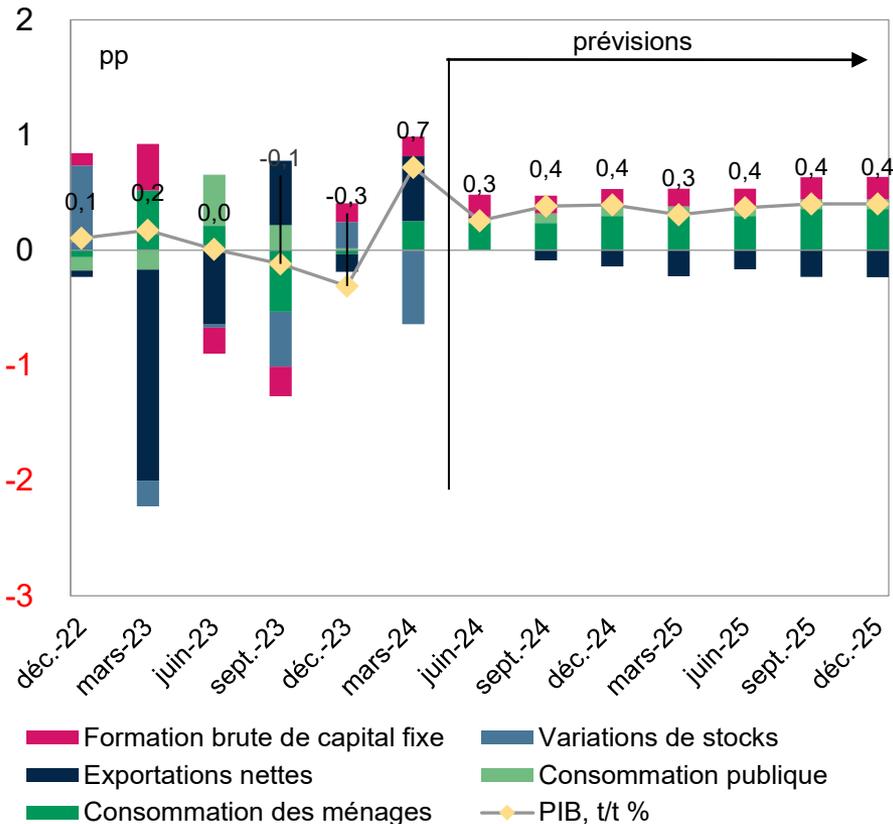
\*\* Fin de période

Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole SA / ECO

# LE SCÉNARIO EN IMAGES

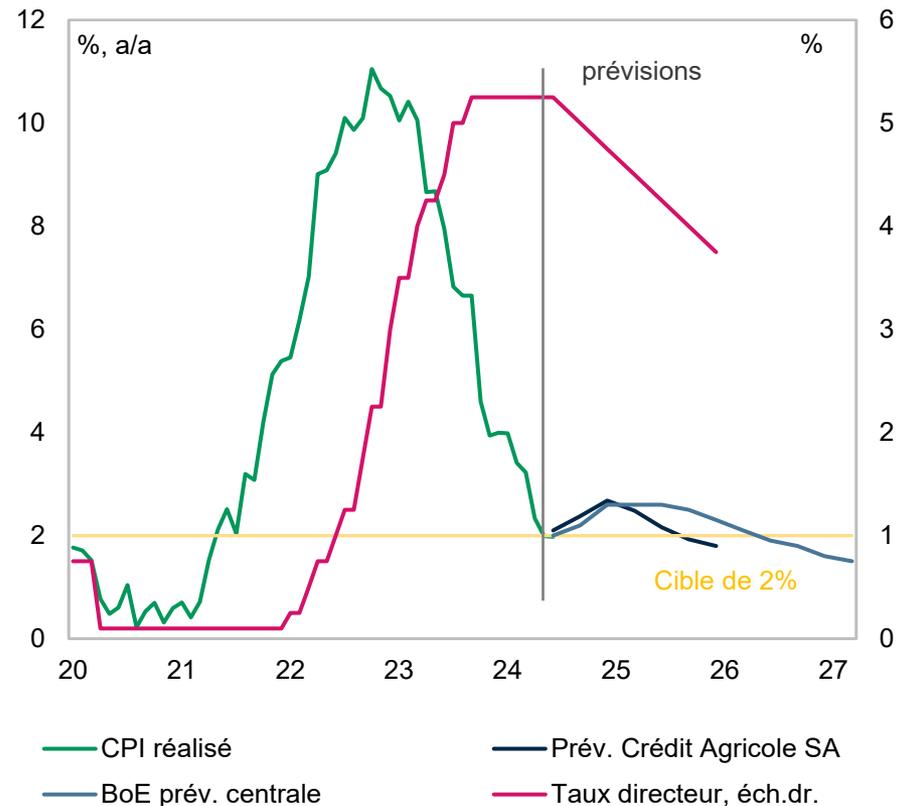
## RALENTISSEMENT À COURT TERME APRÈS UN FORT REDÉMARRAGE DE L'ANNÉE

Une croissance qui devrait être portée par les ménages et l'investissement privé...



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 de mai 2024, Crédit Agricole SA / ECO (prévisions à fin 2025)

# LE SCÉNARIO EN IMAGES

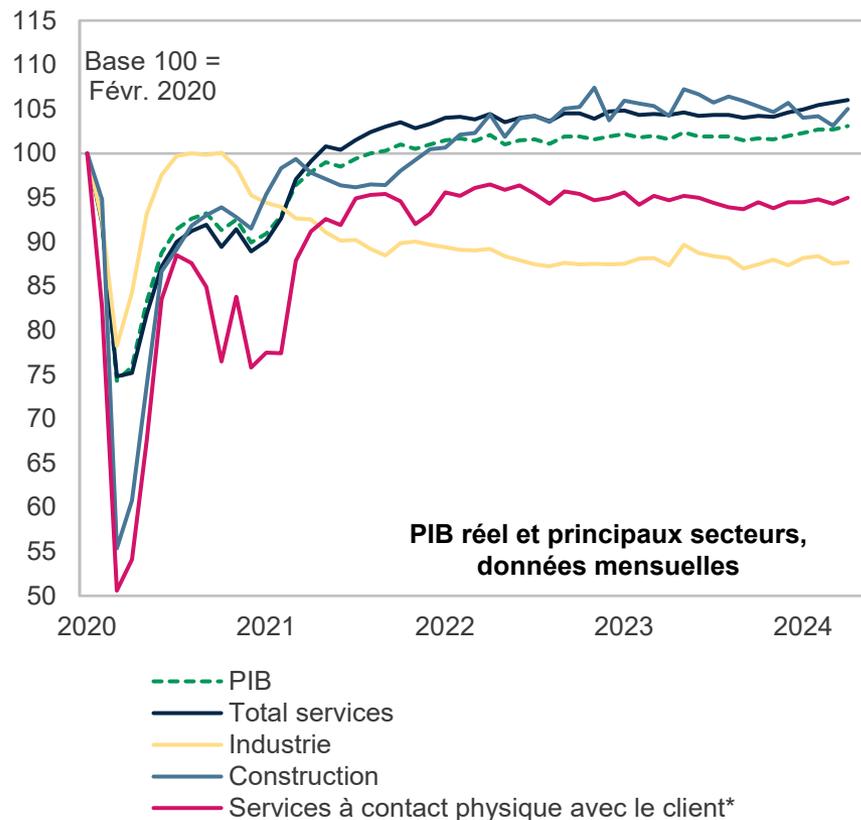
## LA CROISSANCE EST TIRÉE PAR LES SERVICES

Les enquêtes de confiance des entreprises suggèrent un léger ralentissement à court terme



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

Les données de PIB à fin mai ont surpris positivement



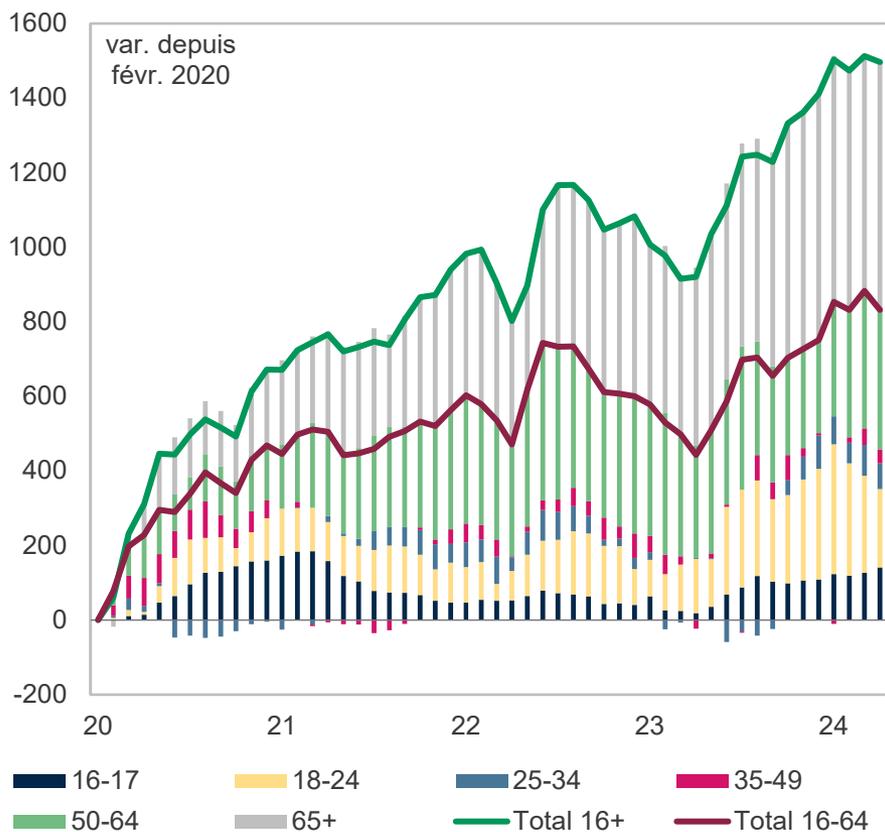
\* Vente au détail, restauration, transport et voyages, loisirs et spectacles

Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

# LE SCÉNARIO EN IMAGES

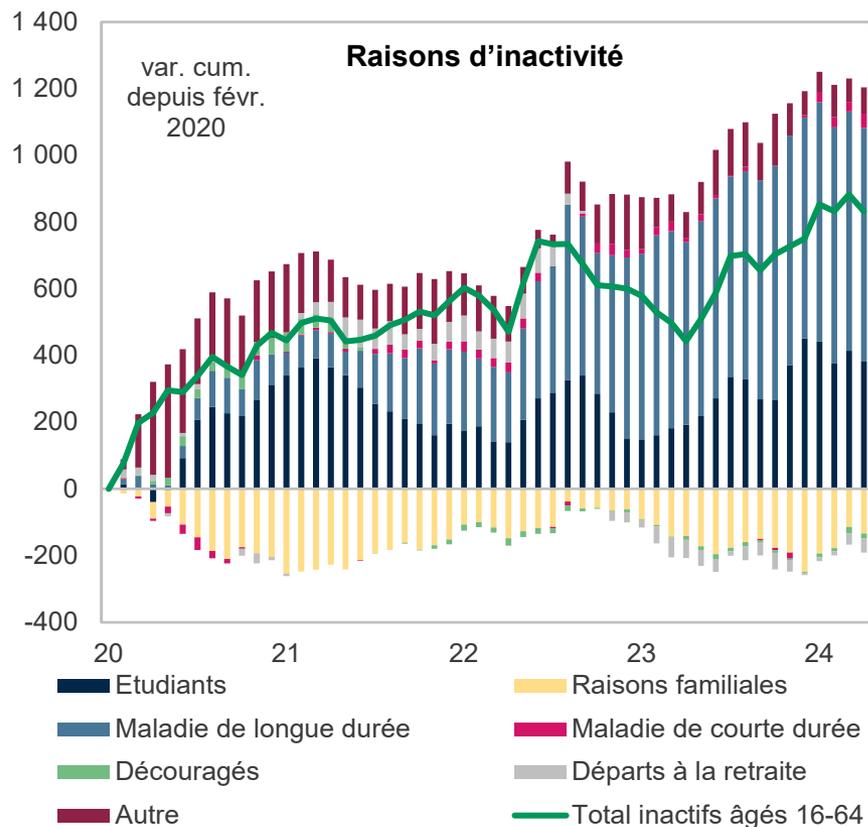
## MARCHÉ DU TRAVAIL : FAIBLESSE DE L'OFFRE DUE À UN EXCÈS D'INACTIFS

### Évolution du nombre d'inactifs par tranche d'âge depuis le Covid



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

### Évolution du nombre d'inactifs par type de motifs depuis le Covid

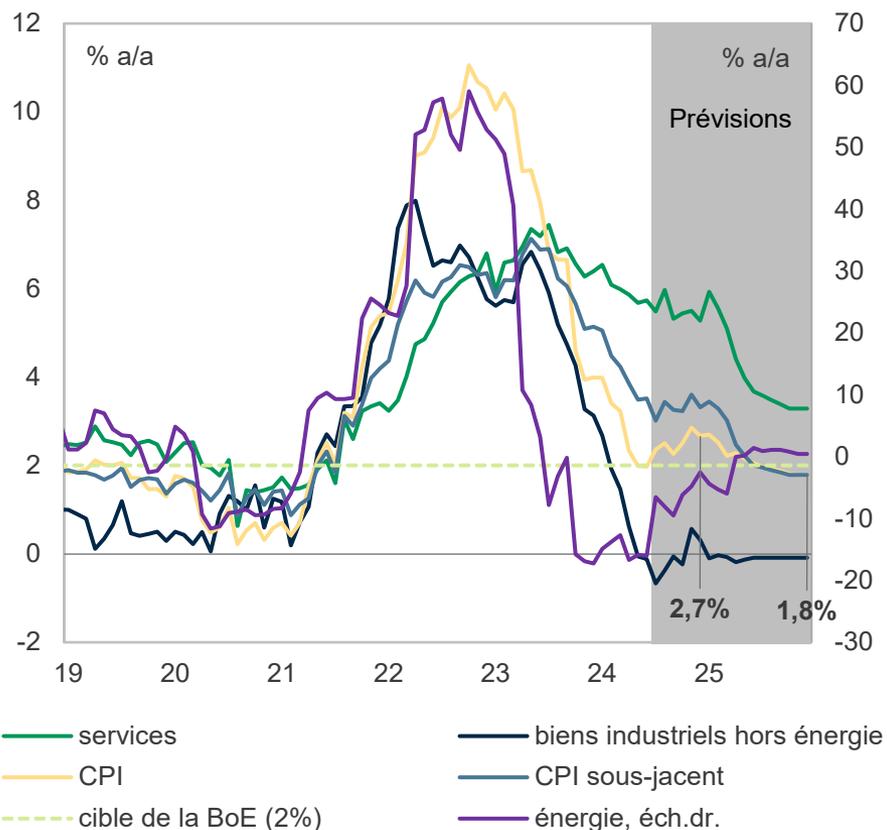


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

# LE SCÉNARIO EN IMAGES

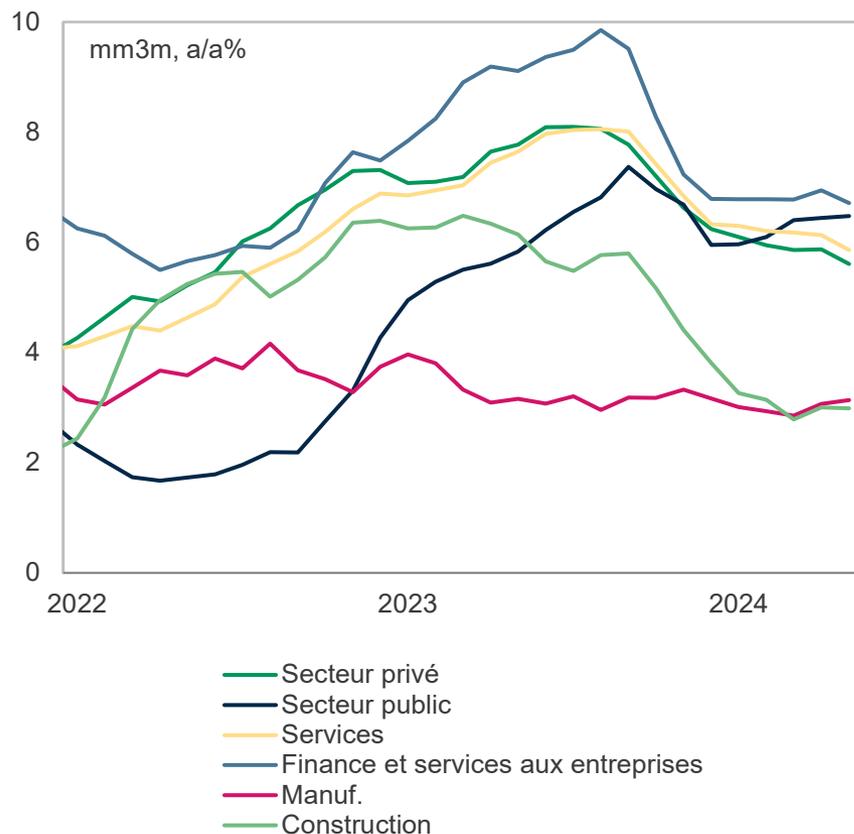
## INFLATION : QUAND LE RETOUR À LA CIBLE NE SUFFIT PAS POUR RÉDUIRE LES TAUX

**L'inflation (2% en mai et en juin) devrait accélérer à court terme**



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

**La croissance des salaires est surtout élevée dans les services, en particulier la finance**



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

# CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
18/07/2024	<a href="#">Espagne – Scénario 2024-2025 : une croissance toujours dynamique</a>	Zone euro
18/07/2024	<a href="#">Droits compensatoires sur les véhicules électriques chinois : un revers pour la Chine, un test d'unité pour l'Europe</a>	Europe/Asie
15/07/2024	<a href="#">Espagne – Le gouvernement déterminé à réduire le temps de travail</a>	Zone euro
12/07/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
12/07/2024	<a href="#">Allemagne – Le mois de mai efface les gains de production industrielle du premier trimestre</a>	Zone euro
11/07/2024	<a href="#">La nouvelle grammaire de l'économie du risque</a>	Géo-économie
10/07/2024	<a href="#">Portugal – Vers une croissance soutenue en 2024</a>	Zone euro
09/07/2024	<a href="#">France : la baisse de la production industrielle en mai est-elle alarmante ?</a>	France
09/07/2024	<a href="#">Royaume-Uni – Élections britanniques : plus qu'une victoire du Labour, un effondrement des conservateurs</a>	Royaume-Uni
08/07/2024	<a href="#">Visegrad – 2024, année de sortie de crise(s) pour les budgets ?</a>	PECO
05/07/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
05/07/2024	<a href="#">Singapour – Vers un retour pérenne de la croissance économique ?</a>	Asie
03/07/2024	<a href="#">Avenir de l'Europe / Autonomie stratégique II : sécurité économique et souveraineté financière</a>	Europe
03/07/2024	<a href="#">Chine – La détention de bons du Trésor américain, une arme stratégique ?</a>	Asie
02/07/2024	<a href="#">Fintech Outlook   Premier semestre 2024 – Le retour des stéroïdes</a>	Fintech

Slavena Nazarova

+33 1 43 23 21 40 📞

slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr



*Achévé de rédiger le 18 juillet 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.