



Slavena NAZAROVA

ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2024-2025

VERS DES RYTHMES DE CROISSANCE PLUS MODÉRÉS

Octobre 2024

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

RALENTISSEMENT APRÈS UN PREMIER SEMESTRE DE CROISSANCE SOLIDE

Les points-clés du scénario

- ▲ Les chocs passés sur les prix et l'impact des hausses de taux se dissipent.
- ▲ La reprise des salaires réels se poursuivra, bien qu'à des rythmes plus faibles, et finira par alimenter la consommation privée.
- ▲ L'assouplissement monétaire et la politique du gouvernement Labour soutiendront l'investissement privé.
- ▲ Un cadre budgétaire plus flexible devrait permettre d'augmenter l'investissement et de limiter les coupes budgétaires, non sans une augmentation de la fiscalité.
- ▲ L'inflation surprend enfin favorablement. Elle devrait rebondir au T4-2024 avant de s'infléchir nettement début 2025.
- ▲ La BoE pourrait accélérer son cycle de baisses de taux courant 2025.

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

Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La croissance de l'économie britannique en 2023 a été atone, avec une légère récession enregistrée au S2-2023, les chocs passés sur les prix et la politique monétaire restrictive ayant pesé sur la demande. L'activité a crû fortement au S1-2024 sur fond d'anticipations de baisses de taux, mais le rythme de croissance devrait ralentir au S2 avec une croissance trimestrielle anticipée de l'ordre de 0,3% par trimestre. Les ménages continuent de faire preuve d'un excès de précaution en raison des chocs passés sur les prix, des taux élevés et de la détente en cours sur le marché du travail.

À moyen terme, la demande intérieure devrait être le principal moteur de la croissance à venir, avec une consommation privée qui serait portée par une croissance solide des revenus réels. L'investissement devrait également contribuer positivement, ses perspectives étant assorties d'un biais haussier du fait de la politique du gouvernement Labour qui se veut très favorable à l'investissement.

L'inflation est revenue à la cible de 2% en mai 2024 et n'a que légèrement accéléré depuis (2,2% en juillet). Elle devrait rebondir au T4, en raison d'une hausse des prix de gaz et d'électricité, mais revenir à la cible vers la mi-2025.

La BoE a entamé son cycle d'assouplissement monétaire en août dernier, en ligne avec les anticipations, avec une baisse de taux de 25 pdb, et a annoncé des baisses de taux graduelles à venir. Nous anticipons une seule baisse de taux supplémentaire de 25 pdb d'ici la fin de l'année, en novembre prochain, mais un rythme de baisses plus rapide en 2025.

RALENTISSEMENT APRÈS UN PREMIER SEMESTRE DE CROISSANCE SOLIDE

L'INFLATION AUGMENTERA TEMPORAIREMENT AU T4, AVANT DE S'INFLÉCHIR EN 2025

Prévisions de croissance révisées à la hausse

Après une croissance soutenue au T1 et au T2 2024 (0,7% et 0,5% respectivement en variation trimestrielle), nous anticipons un ralentissement de l'activité à 0,3% par trimestre au cours de la seconde moitié de l'année, suivi par une accélération courant 2025 à un rythme séquentiel de 0,4% par trimestre. En moyenne annuelle, notre prévision de croissance pour 2024 est portée à 1,0% (contre 0,9% précédemment) et à 1,5% pour 2025 (contre 1,4% précédemment). Cette révision positive des taux de croissance annuels est donc entièrement due à la croissance réalisée au S1-2024, qui a été supérieure aux anticipations, mais dont le rythme ne semble pas soutenable. Le PIB a en effet enregistré une croissance nulle aux mois de juin et de juillet. La demande domestique sous-jacente est faible. La croissance de la consommation des ménages n'a été que de 0,2% au T2, et a même décéléré par rapport au T1. La formation brute de capital fixe a décéléré au T2, tirée à la baisse par l'investissement immobilier, tandis que l'investissement des entreprises augmente pour le troisième trimestre consécutif (+1,4% après +0,6% au T2). Les enquêtes sur le climat des affaires continuent de s'améliorer, suggérant une expansion de l'activité à des rythmes modérés dans les services, l'industrie et la construction.

Le bout du tunnel pour le consommateur

Le consommateur britannique continue de privilégier l'épargne de précaution (le taux d'épargne est estimé à 10% par l'ONS au T2, contre 8,9% au T1) aux dépenses de consommation et d'investissement. L'excès d'épargne accumulé depuis la pandémie dépasse désormais 450 milliards de livres. Les chocs passés sur les prix et les taux toujours élevés, mais aussi l'incertitude entourant la politique budgétaire du nouveau gouvernement Labour ainsi que l'assouplissement en cours du marché du travail pèsent sur la confiance du consommateur. L'enquête de confiance GfK s'est repliée en septembre pour la première fois depuis sept mois, et signale une nette détérioration des anticipations de la situation économique et des finances personnelles pour les douze prochains mois.

Néanmoins, les fondamentaux propices à une accélération graduelle de la consommation des ménages sont bien là : la croissance des salaires réels est soutenue depuis plusieurs trimestres et devrait rester largement positive tout au long de notre horizon de prévision en raison du recul anticipé de l'inflation en 2025 (après une réaccélération anticipée au T4-2024) ; si les taux élevés

continueront d'impacter les finances des ménages endettés, notamment ceux qui devront encore renouveler leur emprunt à taux fixe, le pic de l'impact du resserrement monétaire passé est largement derrière nous et l'assouplissement monétaire à venir devrait inciter moins à l'épargne et plus aux dépenses de consommation et d'investissement. Nous anticipons une accélération graduelle de la consommation privée avec une hausse annuelle moyenne de 0,8% en 2024 et 1,9% en 2025, après seulement 0,5% en 2023.

Des incertitudes à lever liées au budget du 30 octobre

À court terme, l'incertitude liée à l'*Autumn Statement* pèse sur la confiance. En effet, le Premier ministre Keir Starmer a déjà prévenu que ce sera un budget « douloureux » et que « les choses empireraient avant de s'améliorer ». Des hausses des taxes et des impôts au-delà de ce qui a été annoncé au cours de la campagne électorale sont très probables afin de financer « un trou noir » de 22 milliards de livres (0,8% du PIB) dans les comptes publics. Toutefois, l'impact sur la croissance d'une hausse des dépenses publiques courantes financée par une hausse de la fiscalité devrait être globalement neutre pour la croissance, étant donné les multiplicateurs fiscaux similaires, tandis que la hausse des dépenses d'investissement devrait avoir un impact positif sur les perspectives, compte tenu du multiplicateur fiscal le plus élevé. Une stratégie gouvernementale industrielle favorable aux entreprises et à l'investissement dans les énergies vertes et la construction de logements, devrait en outre booster la confiance.

Confronté à une dette publique dépassant 100% du PIB et à un déficit budgétaire plus élevé que prévu sur les premiers mois de l'année fiscale en cours (64,1 milliards de livres contre 57,8 milliards prévus sur la période avril-août), le gouvernement « est sur la corde raide » et inquiète déjà les marchés avec ses intentions de modifier les règles budgétaires afin de dégager des marges d'investissement. Il compte notamment modifier la façon dont la dette publique est comptabilisée (voir [page 13](#)). Tout l'enjeu est de préserver la crédibilité auprès des marchés financiers et d'éviter le risque d'une nouvelle crise sur les marchés des *gilts*.

La levée de l'incertitude une fois passé le budget du 30 octobre devrait permettre une repise plus forte de la confiance. Enfin, la BoE devrait accélérer son assouplissement monétaire en 2025 sur fond de bonnes surprises sur le front de l'inflation, ce qui contribuerait à la fois à soutenir la croissance et à redonner de la marge de manœuvre au gouvernement

RALENTISSEMENT APRÈS UN PREMIER SEMESTRE DE CROISSANCE SOLIDE

L'INFLATION AUGMENTERA TEMPORAIREMENT AU T4, AVANT DE S'INFLÉCHIR EN 2025

Accélération anticipée de la désinflation en 2025, augmentant les chances de plus de baisses de taux

Nous anticipons une baisse de taux supplémentaire de 25 points de base cette année, en novembre prochain, lorsque la BoE mettra à jour ses prévisions d'inflation. En effet, l'inflation s'annonce volatile pour les derniers mois de l'année : après une chute anticipée à 1,9% en septembre sur fond de baisse des prix du pétrole, le taux d'inflation devrait accélérer au T4 à 2,6% en moyenne sur le trimestre. La raison principale de cette accélération de l'inflation est une hausse de 10% des prix administrés de gaz et d'électricité en octobre qui vient s'ajouter à des effets de base moins favorables sur les prix de l'énergie. En 2025, nous anticipons une baisse rapide de l'inflation au cours de la première moitié de l'année, revenant à la

cible à la mi-année et reculant à 1,8% au T4-2025. Nos prévisions tablent sur une chute prononcée de l'inflation dans les services au cours de la première moitié 2025, ce qui entraînerait une baisse du taux d'inflation sous-jacente à 1,8% dès juillet 2025.

Avec l'accélération du processus de désinflation l'année prochaine, et en l'absence de choc supplémentaire, la BoE pourrait décider d'accélérer son assouplissement monétaire : nous rajoutons deux baisses de taux supplémentaires pour la seconde moitié de l'année impliquant une baisse de taux à chaque réunion à partir d'août 2025 et six baisses de taux au total sur l'année. Le taux directeur atteindrait 3,25% en décembre 2025.

Achévé de rédiger le 14 octobre 2024

INTRODUCTION

CONTEXTE INTERNATIONAL

Dans un contexte de ralentissement de la croissance des principaux partenaires du Royaume-Uni (zone euro, États-Unis), l'accélération de la croissance britannique reposera principalement sur la redynamisation de sa demande intérieure. En zone euro, nous prévoyons une croissance du PIB à 0,8% en 2024 et à 1,3% en 2025. Le redressement de la demande intérieure de la zone euro est reporté. En outre, il devrait se matérialiser à un rythme plus modéré que celui précédemment anticipé. Aux États-Unis nous anticipons un net fléchissement de la croissance situé vers la fin de l'année sans toutefois désormais dégénérer en récession. La croissance atteindrait 2,5% en 2024, un rythme identique à celui de 2023, pour se tasser ensuite vers 1,3% en 2025. L'inflation totale se situerait en moyenne autour de 2,9% en 2024, puis à 2,2% en 2025. En Chine, le plan de relance pour redynamiser une économie dont les ressorts sont distendus permettrait d'atteindre une croissance à 4,7% en 2024 et 4,2% en 2025. Malgré la faiblesse de la demande, le contrôle de l'offre devrait permettre au marché pétrolier de retrouver progressivement un équilibre avec un baril à environ 80 dollars.

Le processus d'assouplissement monétaire se poursuivrait donc. Aux États-Unis, la baisse cumulée atteindrait 100 points de base en 2024, puis de nouveau 100 points de base en 2025. La borne haute du taux des *Fed funds* passerait ainsi de 4,5% fin 2024 à 3,5% au troisième trimestre 2025. La BCE maintiendrait le rythme de baisse initié en juin et septembre : une baisse de taux par trimestre, par pas de 25 points de base jusqu'à atteindre, en septembre 2025, 2,50% pour le taux de dépôt. Un mouvement puissant de repli des taux d'intérêt de marché s'est déjà opéré et le potentiel de baisse supplémentaire est limité. Aux États-Unis, les taux à dix ans atteindraient 3,80% fin 2024, puis 3,60% fin 2025. Dans la zone euro, le rendement du Bund avoisinerait 2,15% fin 2024, puis 2,30% fin 2025.

Hypothèses de cadrage internationales

	2023	2024	2025	2023				2024				2025			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB monde (a/a, t/t, %)	3,3	3,0	2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PIB États-Unis (a/a, t/t, annualisé, %)	2,5	2,5	1,3	2,8	2,5	4,4	3,2	1,6	3,0	1,7	0,5	0,8	1,4	1,7	2,0
PIB zone euro (a/a, t/t, %)	0,5	0,8	1,3	0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4
PIB Chine (a/a, t/t, %)	5,2	4,7	4,2	1,8	0,8	1,5	1,2	1,6	0,6	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
Taux de dépôt BCE (fin de période, %)	4,00	3,25	2,50	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, %)	5,50	4,50	3,50	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50	4,00	3,75	3,50	3,50
Taux de change (moyenne, EUR/USD)	1,08	1,09	1,10	1,07	1,09	1,09	1,08	1,09	1,08	1,10	1,08	1,08	1,09	1,10	1,12
Brent (moyenne, USD/baril)	82,2	80,9	80,5	82,2	77,9	85,9	83,0	81,9	85,0	78,9	78,0	75,0	80,0	82,0	85,0

ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

ANTICIPATION D'UN TAUX DE CROISSANCE DE 0,3% AU T3 APRÈS +0,5% AU T2-2024

Retour de la croissance en 2024. L'économie a récupéré les pertes enregistrées au cours de la récession du S2-2023 en enregistrant une hausse du PIB supérieure aux anticipations sur la première moitié de 2024 (+0,7% en variation trimestrielle au T1, +0,5% au T2). Le PIB réel se situe 1,2% au-dessus de son niveau du T4-2023 et 2,9% au-dessus de son niveau d'avant-Covid, soit la plus mauvaise performance du G7 hormis l'Allemagne (dont le PIB réel est à peine 0,2% au-dessus de son niveau du T4-2019). Le PIB réel par tête s'inscrit en hausse de 0,5% au T1 et de 0,2% au T2, après six trimestres consécutifs de croissance négative ou nulle. Cela laisse toujours le niveau du PIB par tête de 0,3% inférieur à son niveau d'il y a un an.

La demande intérieure, moteur de la reprise. La demande intérieure a apporté la contribution la plus importante à la croissance sur la première moitié de l'année (+2,7 pp au T2, après +0,6 pp au T1), tandis que le solde extérieur a apporté une contribution globalement négative (-2,2 pp, après +0,1 pp au T1). Parmi les principaux contributeurs à la croissance figurent la consommation publique et privée, les variations de stocks ainsi que l'investissement, notamment productif. La consommation des ménages a été le principal contributeur à la croissance au T1 (+0,4 pp) mais elle décélère au T2 (+0,2% en variation trimestrielle au T2, après +0,6% au T1, soit un rythme toujours inférieur au taux de croissance du revenu disponible brut réel (1,3% en variation trimestrielle au T2, après 1,6% au T1), ce qui a conduit à une hausse du taux d'épargne à 10% au T2 (contre 8,9% au T1). Les données mensuelles des ventes au détail suggèrent une hausse solide des dépenses de consommation au T3, avec une progression de 1% au mois d'août après +0,7% en juillet. Du côté des entreprises, une reprise de l'investissement est observée depuis trois trimestres, bien que les marges aient diminué au T2.

Les données d'activité pour le troisième trimestre suggèrent un ralentissement du rythme de croissance. Les données mensuelles du PIB réel ont fait état d'une stabilité de l'activité en juin et en juillet suivie par un rebond de 0,2% au mois d'août. Le secteur des services a été le principal contributeur à la croissance avec une croissance à peine positive (+0,1%) sur les trois derniers mois à fin août, grâce aux activités

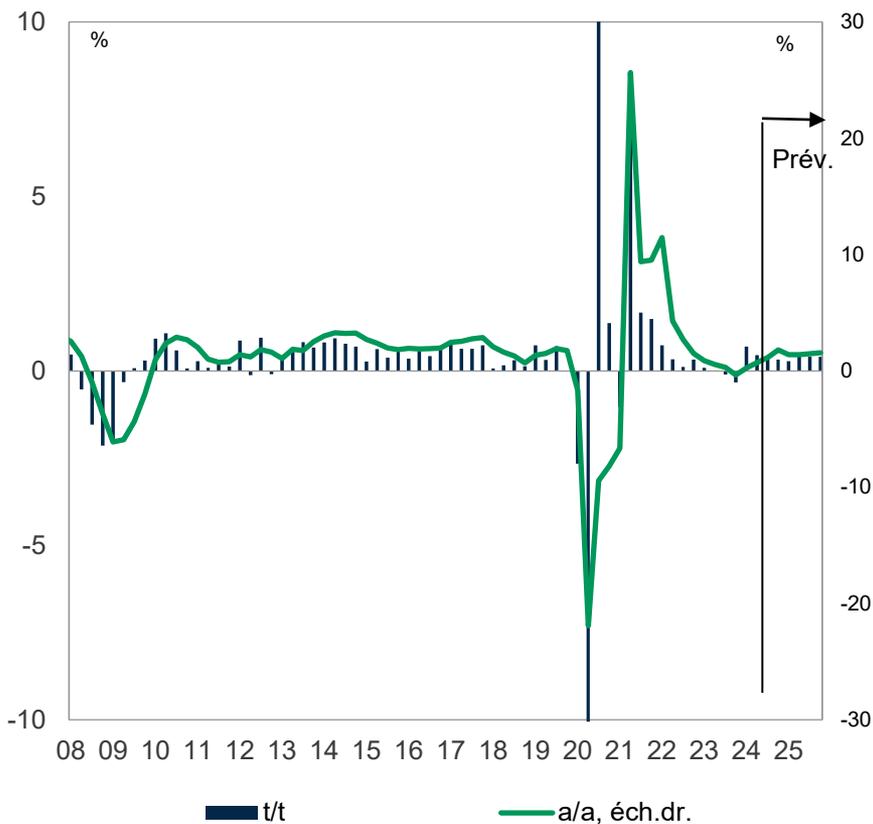
professionnelles, scientifiques et techniques qui ont crû de 0,8% sur la période, suivies par les secteurs de l'information et de la communication. La production industrielle a enregistré une croissance nulle tandis que le secteur de la construction a crû de 1%. L'effet d'acquis pour le deuxième trimestre s'élève à 0,1 point de pourcentage ce qui ne remet pas en cause notre prévision de croissance de 0,3% sur le trimestre, en supposant un rebond d'au moins 0,4% de l'activité au mois de septembre.

Les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achat demeurent en territoire d'expansion de l'activité, mais l'incertitude liée au budget pèse sur la confiance. Elles indiquent un rythme de croissance modéré de l'activité dans les services, soutenue par une embellie de la demande intérieure, tandis que la demande extérieure est en berne. En effet, les nouvelles commandes accélèrent fortement, notamment en raison d'une hausse des dépenses d'investissement *post*-élections. Autre bonne nouvelle, les pressions inflationnistes domestiques chutent pour le troisième mois consécutif, atteignant un plus bas depuis février 2021. Si certaines entreprises du secteur des services reportent leurs décisions d'investissement dans l'attente du budget du 30 octobre, la majorité anticipe une hausse de l'activité au cours de l'année à venir. La baisse du coût de l'emprunt, la modération des pressions inflationnistes et l'assouplissement monétaire à venir contribuent à cette amélioration des anticipations d'activité. Quant au secteur industriel, en septembre, l'indice PMI s'y est maintenu en zone d'expansion pour le cinquième mois consécutif. Les volumes de production ont accéléré au T3 par rapport au T2, la demande domestique étant le principal moteur, notamment dans les secteurs des biens de consommation et des biens intermédiaires, tandis que le secteur des biens d'investissement est retombé en contraction. Comme dans les services, les entreprises se montrent attentistes en amont du budget du 30 octobre, la confiance ayant fléchi en septembre. En revanche, en ce qui concerne les pressions inflationnistes, l'enquête dans l'industrie signale une nouvelle accélération des prix des intrants dont le rythme atteint un plus haut depuis janvier 2023. En effet, les prix de certains matériaux continuent d'augmenter en raison de la hausse des tarifs de fret et de l'allongement des routes maritimes en lien avec le conflit au Proche-Orient.

ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

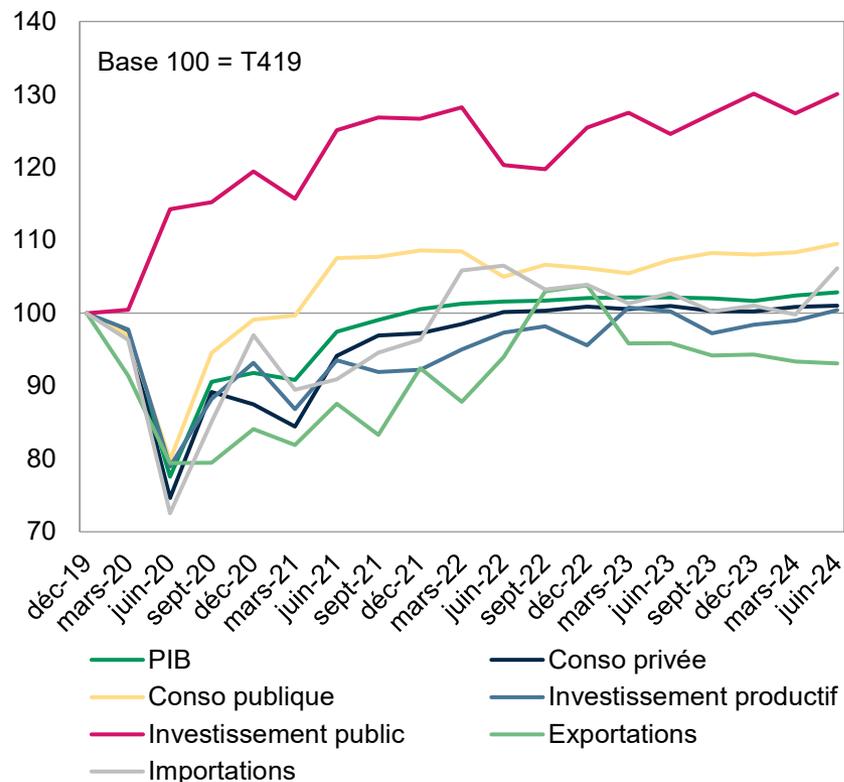
PIB RÉEL

Croissance du PIB réel



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Évolution du PIB réel et de ses composantes depuis le Covid

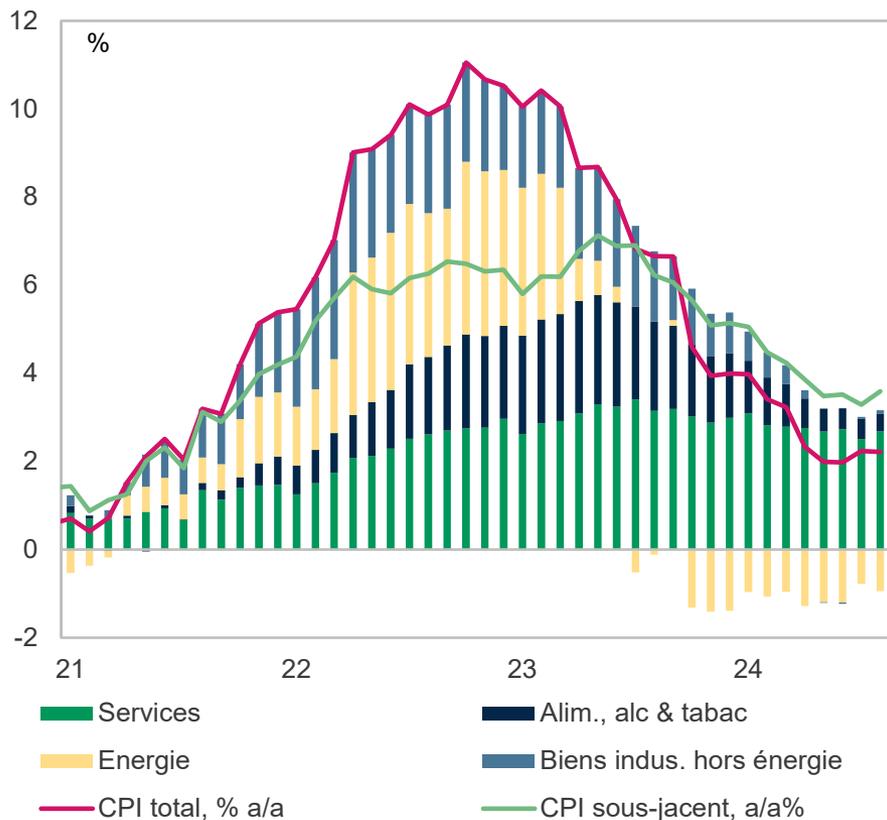


Sources : GfK, Crédit Agricole SA / ECO

ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

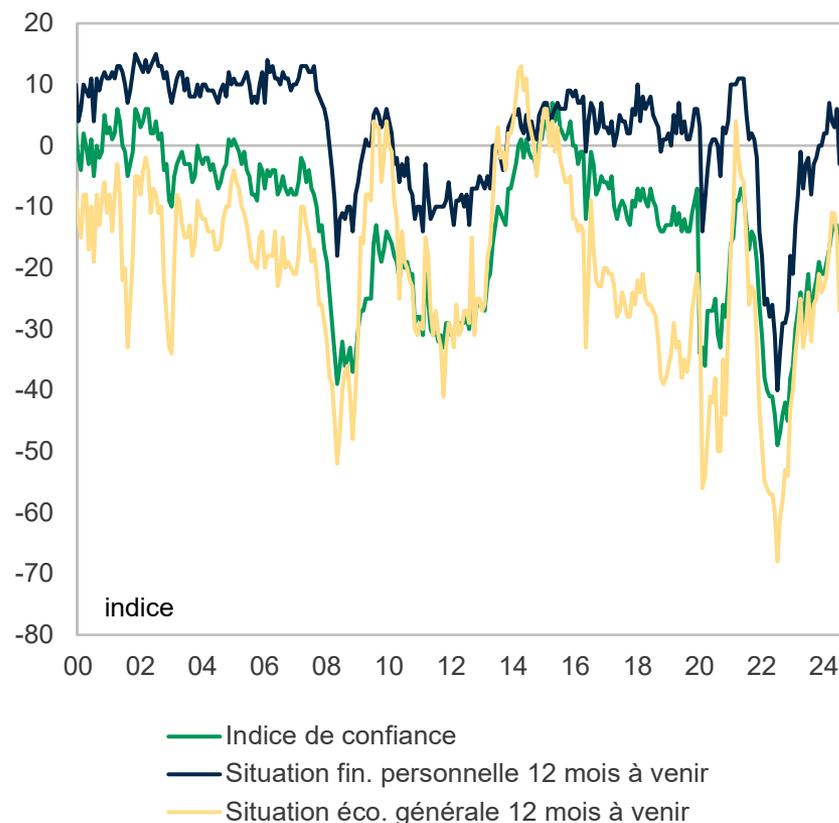
DES MÉNAGES ENCORE PRUDENTS MALGRÉ LA BAISSÉ DE L'INFLATION

L'inflation CPI s'est stabilisée à 2,2% en juillet et août



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La confiance du consommateur a rechuté au cours de l'été



Sources : GfK, Crédit Agricole SA / ECO

RECHUTE, PROBABLEMENT TEMPORAIRE, DE LA CONFIANCE DES MÉNAGES

Les ménages s'inquiètent des annonces à venir du gouvernement.

Contrastant avec le net redressement des ventes au détail en juillet et en août, la confiance des ménages a fortement chuté en septembre. L'indice Gfk a perdu 7 points à -20, son plus bas niveau depuis mars. Toutes les composantes de l'indice accusent une détérioration, mais les plus fortes corrections sont celles enregistrées par les composantes de l'indice relatives aux perspectives : perspectives de la situation financière personnelle pour les douze mois à venir (-9 points), perspectives pour l'économie générale dans l'année à venir (-12 points) et indice des achats importants (-10 points). Les avertissements du gouvernement sur des décisions difficiles à venir dans le budget du 30 octobre prochain semblent une des causes principales de cette détérioration de la confiance : les ménages s'inquiètent d'une hausse des impôts et des taxes et de baisses des dépenses publiques et des aides familiales.

Le gouvernement devrait honorer son engagement à ne pas augmenter les principaux impôts lors de son *Autumn Statement*

comme il l'avait promis lors de sa campagne électorale. Il devrait plutôt annoncer une multitude de hausses de taxes secondaires (la TVA sur les frais de scolarité privée, une extension de l'impôt sur les profits dans le secteur du pétrole et du gaz, sur les carburants, l'alcool, le tabac, les droits de succession et de l'impôt sur les plus-values). À côté de ces hausses d'impôts et de taxes, le gouvernement envisage surtout un durcissement des mesures anti-évasion fiscale. Objectif : trouver des recettes fiscales de près de 20 milliards de livres sur les cinq prochaines années afin d'éviter des coupes massives dans les dépenses des ministères non protégés. Par ailleurs, le gouvernement chercherait à dégager des marges de manœuvre pour investir en modifiant légèrement les règles comptables (voir [page 13](#)).

Redressement anticipé de la confiance une fois l'incertitude dissipée.

Nous tablons sur une amélioration de la confiance du consommateur une fois passé le budget du 30 octobre. En revanche, un certain degré de précaution devrait persister. Il y a des ménages qui n'ont pas encore subi la hausse du coût du service de leur 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. De plus, les ménages anticipent sans doute une hausse du taux de chômage, la demande de main-d'œuvre continuant de baisser.

Les raisons de tabler sur une accélération graduelle de la consommation des ménages sont toutefois bien là :

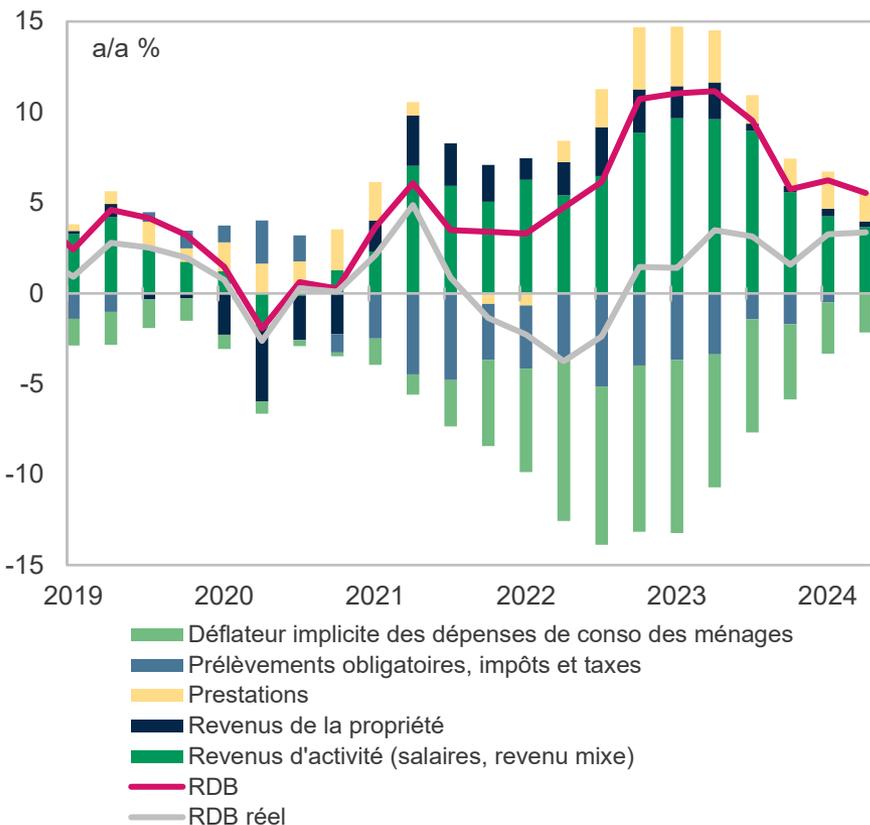
la croissance des salaires réels est soutenue depuis plusieurs trimestres et devrait rester largement positive tout au long de notre horizon de prévision en raison du recul anticipé de l'inflation en 2025 (après une réaccélération anticipée au T4-2024) ; bien que les taux élevés continuent d'impacter les finances des ménages endettés, notamment ceux qui devront encore renouveler leur emprunt à taux fixe, le pic de l'impact du resserrement monétaire passé est largement derrière nous et l'assouplissement monétaire à venir devrait inciter moins à l'épargne et plus aux dépenses de consommation et d'investissement. Le revenu disponible réel a continué de croître fortement : +3,4% sur un an au deuxième 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 d'activité décélère, mais reste élevée à près de 4% sur un an T2-2024, tandis que le taux de croissance du déflateur implicite des dépenses de consommation a fléchi à 2,2% (contre un plus haut à 9,6% au T1-2023). Le revenu disponible réel devrait ralentir au T4-2024 avec la hausse anticipée de l'inflation et la poursuite de la modération de la croissance des salaires, mais devrait rester soutenue tout au long de 2025.

Compte tenu de ces facteurs contrastés, nous maintenons notre scénario d'un renforcement graduel de la consommation des ménages avec une croissance moyenne annuelle encore faible cette année (+0,8% en 2024), avant un rebond de 1,9% en 2025.

MÉNAGES

LE POUVOIR D'ACHAT S'INSCRIT EN FORTE HAUSSE

Les revenus réels croissent de plus de 3% par an



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

La consommation des ménages devrait croître en ligne avec les revenus réels



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

LE MARCHÉ DU TRAVAIL CONTINUE DE S'ASSOUPHIR MAIS RESTE TENDU

Le nombre de postes vacants a continué de baisser et la croissance de l'emploi s'est modérée, même si le marché du travail reste globalement tendu. Le ratio entre le nombre de chômeurs et le nombre de postes vacants – indicateur-clé du degré de détente du marché du travail – est désormais remonté à des niveaux de 2019 (1,6). Il reste néanmoins toujours à des niveaux indiquant un marché du travail tendu où la demande de main-d'œuvre reste supérieure à l'offre.

Révisions à la baisse de nos prévisions du taux de chômage. La relation entre taux de chômage et taux de postes vacants (courbe de Beveridge) semble également revenue à une situation comparable à la période d'avant-Covid (lorsqu'une baisse du taux de postes vacants était accompagnée d'une hausse du taux de chômage), suggérant que toute détente supplémentaire du marché du travail dans les mois à venir devrait se traduire par une hausse du chômage. Cette hausse tarde à se manifester : le taux de chômage a baissé contre toute attente à 4,1% sur les trois mois à fin juillet, depuis 4,4% sur les trois mois à fin avril, ce qui est néanmoins compatible avec une expansion de l'activité plus forte que prévu au premier semestre. La modération en vue des rythmes de croissance devrait conduire à une baisse des créations d'emplois et à une hausse du taux de chômage d'ici la fin de l'année. Toutefois, les données observées nous amènent à réviser sensiblement à la baisse nos prévisions du taux de chômage (à 4,3% au T4-2024, contre 4,8% précédemment) et à anticiper une relative stabilité en moyenne annuelle à 4,2% en 2024 et 2025.

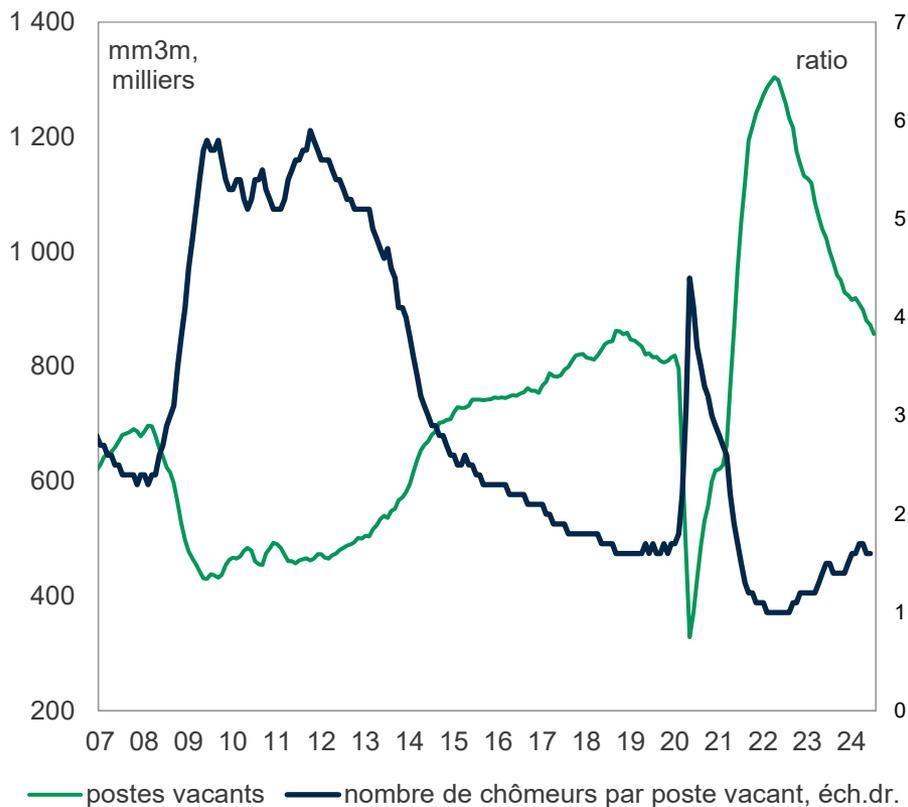
La croissance des salaires nominaux demeure soutenue (5,1% sur les trois mois à fin juillet), mais continue de se modérer (7,8% un an auparavant). Les indicateurs avancés de la BoE continuent de pointer vers un ralentissement de la croissance des salaires dans l'année à venir. La rémunération, bonus inclus, a baissé plus fortement, à 4% sur les trois mois à fin juillet, contre 8,3% un an auparavant. Cependant, cela est affecté par les paiements uniques dans le secteur de la santé public (NHS) et de la fonction publique effectués en juin et juillet 2023, qui n'ont pas été reconduits en 2024.

Le marché du travail 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 également expliquer une part de la hausse du taux d'inactivité et de chômage. La faible participation au marché du travail 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.

MARCHÉ DU TRAVAIL

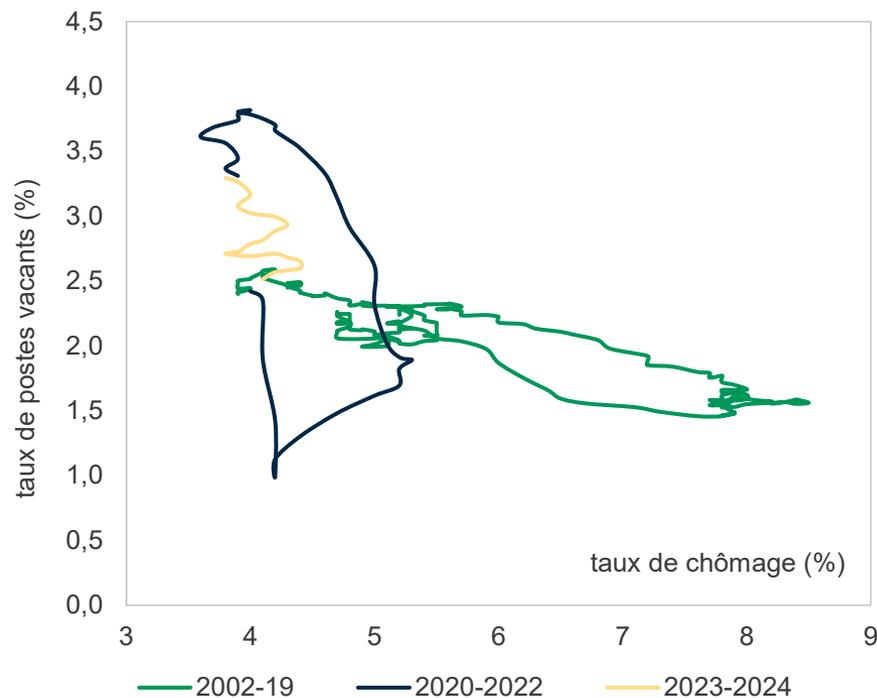
LE MARCHÉ DU TRAVAIL CONTINUE DE S'ASSOUPLE MAIS RESTE TENDU

La demande de main-d'œuvre continue de se normaliser, mais le ratio de nombre de chômeurs par poste vacant demeure très bas



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Courbe de Beveridge : le taux de chômage devrait augmenter dans les prochains mois avec le retour de la relation d'avant-Covid



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.

Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

BUDGET DU 30 OCTOBRE 2024 OU COMMENT DÉGAGER DES MARGES POUR INVESTIR ?

Lors de sa campagne électorale, le Labour s'est fixé deux règles budgétaires, qui ont été confirmées depuis par la Chancelière de l'Échiquier Rachel Reeves :

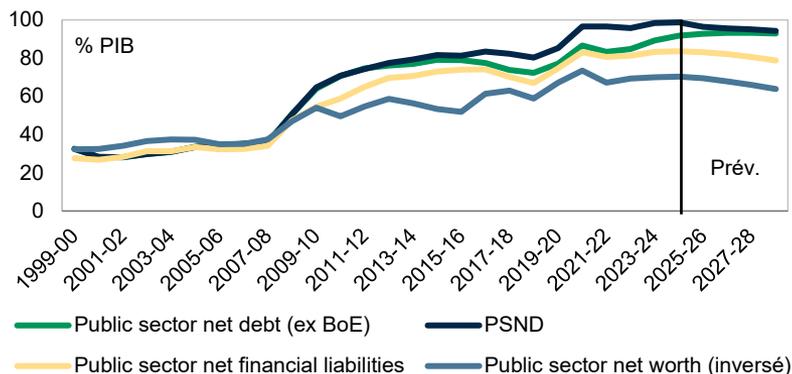
- Règle sur la dette : faire baisser le ratio de dette sur PIB à l'horizon des cinq prochaines années ;
- Règle sur le déficit public : équilibrer le solde budgétaire courant (c'est-à-dire hors investissement public). Cela représente un changement majeur par rapport à la règle du précédent gouvernement qui ciblait le déficit budgétaire total (3% la cinquième et dernière année de l'horizon de prévision).

L'objectif du gouvernement est d'augmenter l'investissement, notamment dans les secteurs de la transition verte ; ainsi, il se réserve le droit d'emprunter uniquement pour investir. Selon les dernières prévisions de l'OBR de mars 2024, le ratio de dette nette du secteur public (PSND ex BoE qui exclut des éléments du bilan de la BoE, notamment des prêts effectués par la BoE à des sociétés dans le cadre de son *Term Funding Scheme*) ne baisserait que lors 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 8,9 milliards de livres (0,3% du PIB).

Plusieurs options concernant la définition comptable de la dette publique sont à l'étude afin de permettre au gouvernement de dégager une marge de manœuvre plus importante afin d'investir. Il pourrait exclure d'autres éléments de la mesure de la dette utilisée dans la règle budgétaire (par exemple toute dette contractée par des banques publiques, telle que le nouveau « *National Wealth Fund* » ou les pertes associées au programme d'achats d'actifs de la BoE). D'autres possibilités consisteraient à utiliser une définition plus large de la dette publique, comme par exemple *Public Sector Net Financial Liabilities* (PSNFL), *Public Sector Net Worth* (PSNW) ou encore *Public Sector Net Debt* (PSND, qui exclut la valeur des actifs financiers liquides). En fonction de la définition qui sera retenue, le gouvernement pourrait augmenter sa marge de manœuvre jusqu'à plus de 50 milliards de livres, sur la base des prévisions de l'OBR (comme montré sur le tableau ci-dessous).

Mesures de dette publique



Sources : OBR databank Septembre 2024, Crédit Agricole SA / ECO

Fiscal rule	Margin ('headroom') against rule in March 2024 Budget	Difference in 'headroom' relative to previous debt target
PSND ex BoE falling as a share of GDP in year 5 of the forecast (2028–29)	0.3% of GDP (£8.9 billion)	-
PSND falling as a share of GDP in year 5 of the forecast (2028–29)	0.8% of GDP (£24.9 billion)	+0.5% of GDP (+£16.0 billion)
PSNFL falling as a share of GDP in year 5 of the forecast (2028–29)	1.9% of GDP (£62.0 billion)	+1.6% of GDP (+£53.0 billion)
PSNW rising as a share of GDP in year 5 of the forecast (2028–29)	2.0% of GDP (£66.8 billion)	+1.8% of GDP (+£57.8 billion)
<i>Memo: current budget balance in year 5 of the forecast (2028–29)</i>	0.4% of GDP (£13.6 billion)	+0.1% of GDP (+£4.7 billion)

Note: Figures may not sum due to rounding.

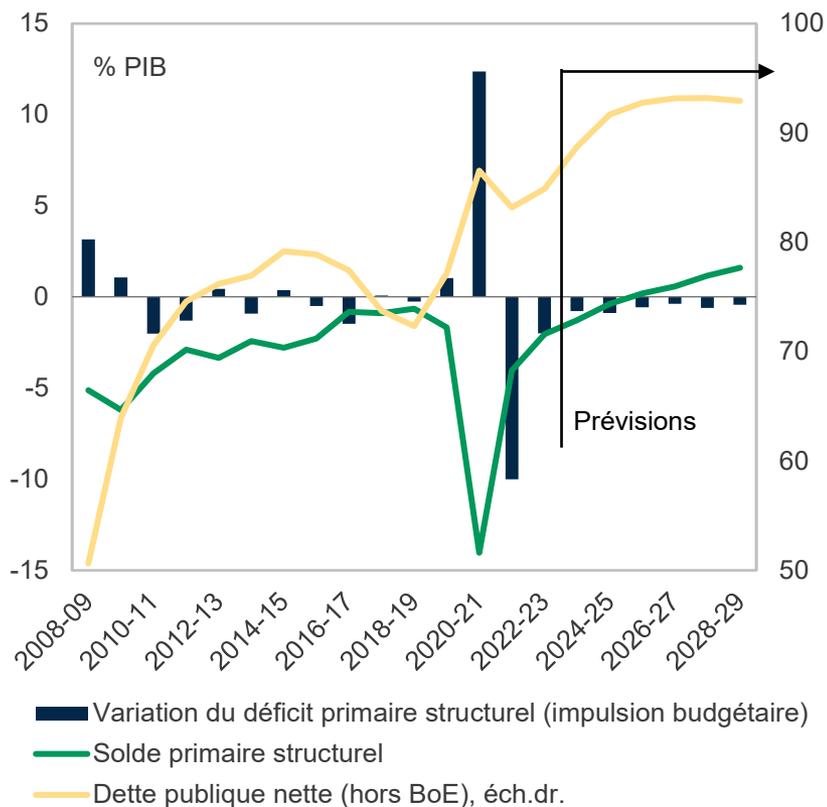
Source: OBR public finances databank (September 2024), <https://obr.uk/data>.

Source du tableau : IFS, [The-outlook-for-the-public-finances-in-the-new-parliament-IFS-report339.pdf](#)

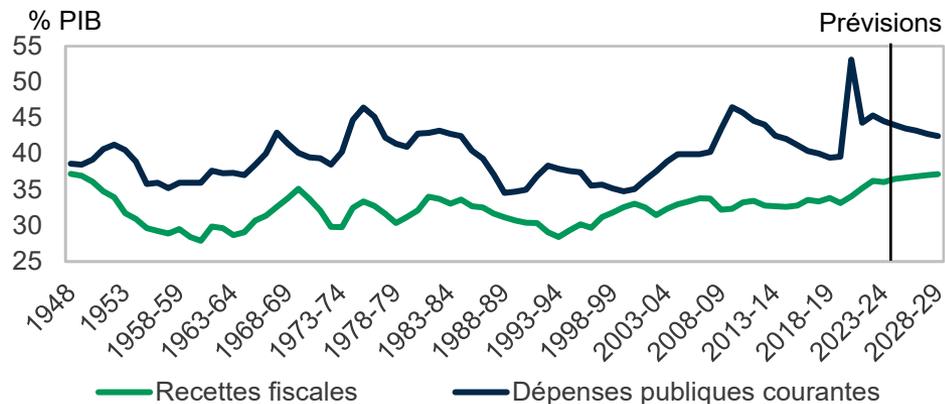
FINANCES PUBLIQUES

UNE SITUATION BUDGÉTAIRE PEU ENVIABLE

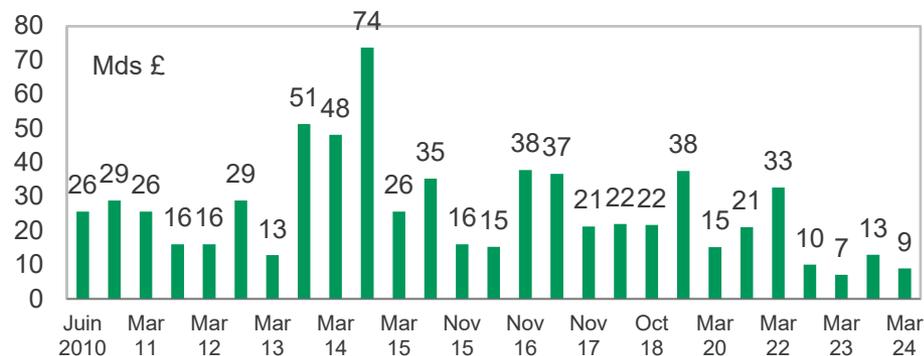
L'impulsion budgétaire devra être négative afin de stabiliser le ratio de dette sur PIB



Fiscalité record et services publics sous pression



Marge de manœuvre étroite vis-à-vis de la règle budgétaire



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

NOUS ANTICIPONS DÉSORMAIS PLUS DE BAISES DE TAUX EN 2025

Les risques de persistance de l'inflation imposent une approche graduelle dans le processus d'assouplissement monétaire

Après avoir entamé son processus d'assouplissement monétaire au mois d'août, avec une première baisse de taux de 25 points de base, la BoE a laissé son taux directeur inchangé à 5,00% en septembre, en ligne avec les anticipations. Un seul membre du comité de politique monétaire (MPC) a voté pour une baisse de taux de 25 points de base supplémentaires, ce qui suggère l'existence d'une quasi-unanimité en faveur d'une approche graduelle dans le processus d'assouplissement monétaire. Si l'inflation a atteint la cible de 2% au mois de mai dernier et **en** est restée proche depuis, la BoE continue de craindre la possibilité d'un retour non soutenable à la cible. En effet, la BoE distingue trois scénarios possibles : un premier scénario dans lequel la désinflation se poursuivrait d'elle-même avec la dissipation des chocs globaux même avec une politique monétaire moins restrictive ; un deuxième où la normalisation des dynamiques de fixation de prix et des salaires nécessite une période durant laquelle l'*output gap* est négatif et des capacités non utilisées existent sur le marché du travail ; et un troisième scénario où la BoE craint que des changements structurels dans les dynamiques de fixation de prix et des salaires aient pu se matérialiser, signifiant que la politique monétaire n'est pas suffisamment restrictive et qu'il faut garder les taux élevés pour encore plus longtemps que dans le deuxième scénario. Il existe des divergences de vues parmi les membres du MPC concernant les probabilités des différents scénarios, mais « pour la plupart des membres du MPC, une approche graduelle dans l'assouplissement monétaire serait appropriée, en l'absence de changements significatifs. ». La *forward guidance* continue d'indiquer que « *la politique monétaire devrait rester restrictive pour suffisamment longtemps jusqu'à ce que les risques autour du scénario d'un retour soutenable de l'inflation à la cible de 2% à*

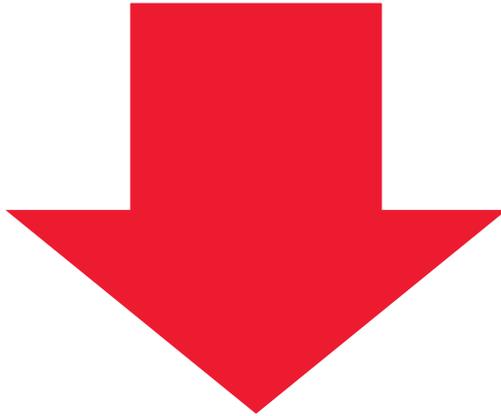
moyen terme se dissipent davantage » et que « *le comité continuerait d'évaluer les risques de persistance de l'inflation et déciderait de la conduite de la politique monétaire à chaque réunion* ».

Accélération anticipée de la désinflation en 2025, augmentant les chances de davantage de baisses de taux

Nous anticipons une baisse de taux de 25 points de base supplémentaire cette année, en novembre prochain lorsque la BoE mettra à jour ses prévisions d'inflation. En effet, l'inflation s'annonce volatile pour les derniers mois de l'année : après une chute anticipée à 1,9% en septembre sur fond de baisse des prix du pétrole, le taux d'inflation devrait accélérer au T4 à 2,6% prévu en moyenne sur le trimestre, avec un pic à 2,7% au mois de novembre. La raison principale de cette accélération de l'inflation est une hausse prévue de 10% des prix administrés de gaz et d'électricité en octobre qui vient s'ajouter à des effets de base moins favorables sur les prix de l'énergie, ainsi qu'une inflation dans les services qui resterait proche des rythmes actuels. En 2025, nous anticipons une baisse rapide de l'inflation au cours de la première moitié de l'année, revenant à la cible à la mi-année et reculant à 1,8% au quatrième trimestre 2024. Nos prévisions tablent sur une chute prononcée de l'inflation dans les services début 2025, ce qui entraînerait une baisse du taux d'inflation sous-jacente à 1,8% dès juillet 2025. Avec l'accélération du processus de désinflation en 2025, et en l'absence de choc supplémentaire, la BoE pourrait décider d'accélérer son assouplissement monétaire : nous rajoutons deux baisses de taux supplémentaires pour la seconde moitié de l'année impliquant une baisse de taux à chaque réunion à partir d'août 2025 et six baisses de taux au total sur l'année. Le taux directeur atteindrait 3,25% en décembre 2025.

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



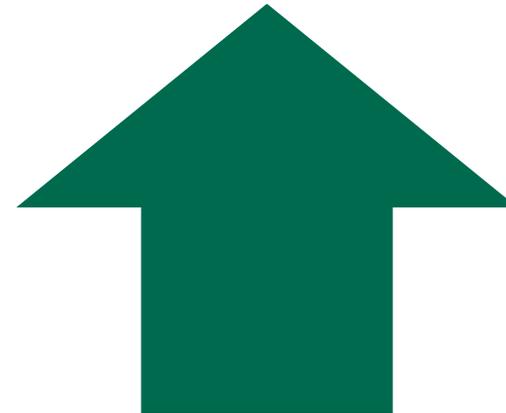
Risques à la hausse de l'activité

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 (%)	0.3	1.0	1.5	0.1	0.0	-0.1	-0.3	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4
consommation privée	0.5	0.8	1.9	-0.4	0.5	-0.7	0.0	0.6	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
consommation publique	0.6	1.9	1.6	-0.7	1.7	0.9	-0.2	0.3	1.1	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
investissement	-0.1	1.3	3.1	2.7	-1.6	-1.7	0.7	1.2	0.6	0.4	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0
variations de stocks*	-0.9	0.1	0.4	0.3	-0.3	-0.4	0.3	-0.4	0.7	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1
exportations nettes*	0.5	-3.0	-2.6	-1.9	-0.5	0.3	-0.2	0.1	-2.2	-2.5	-0.1	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3
Taux de chômage	4.1	4.2	4.2	3.9	4.3	4.0	4.0	4.4	4.1	4.1	4.3	4.3	4.2	4.1	4.2
Inflation (CPI, a/a%)	7.3	2.6	2.1	10.2	8.4	6.7	4.2	3.5	2.1	2.1	2.6	2.4	2.1	2.1	1.8
CPI sous-jacent (a/a%)	6.2	3.8	2.3	6.1	6.9	6.4	5.3	4.6	3.6	3.4	3.5	3.4	2.4	1.9	1.8
Compte courant (% PIB)	-2.0	-3.0	-6.5	-2.0	-3.0	-1.1	-1.6	-2.0	-4.0	-	-	-	-	-	-
Déficit public (% PIB)	-5.9	-3.7	-2.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% PIB)	101.3	103.3	105.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux directeur**	5.25	4.75	3.25	4.25	5.00	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	3.75	3.25

* Contributions à la croissance du PIB

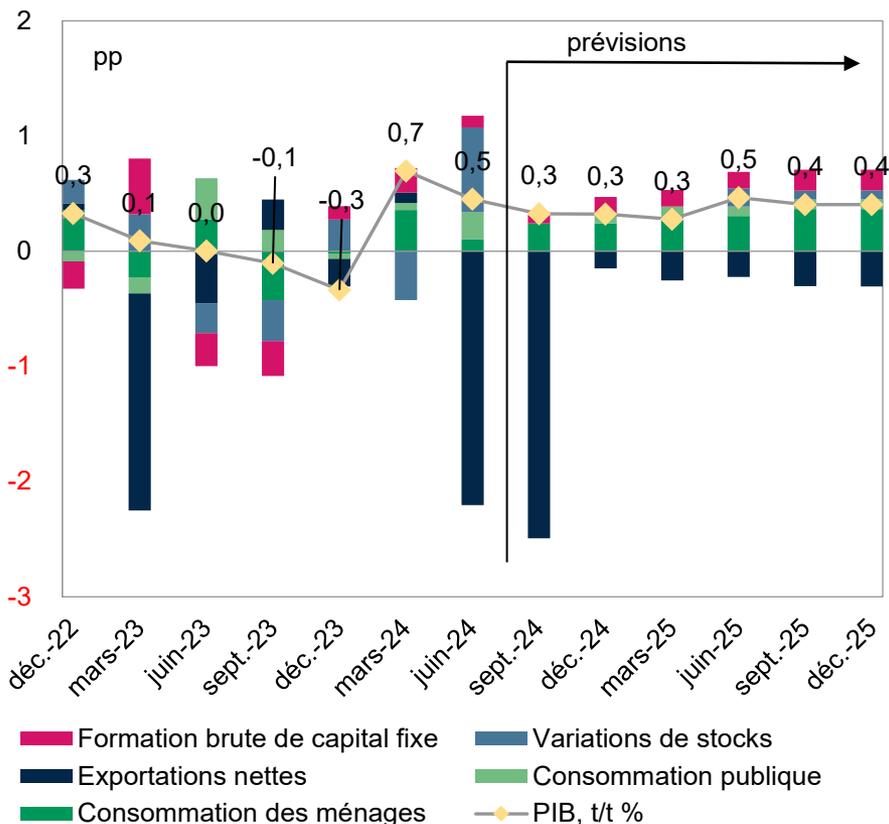
** Fin de période

Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole SA / ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

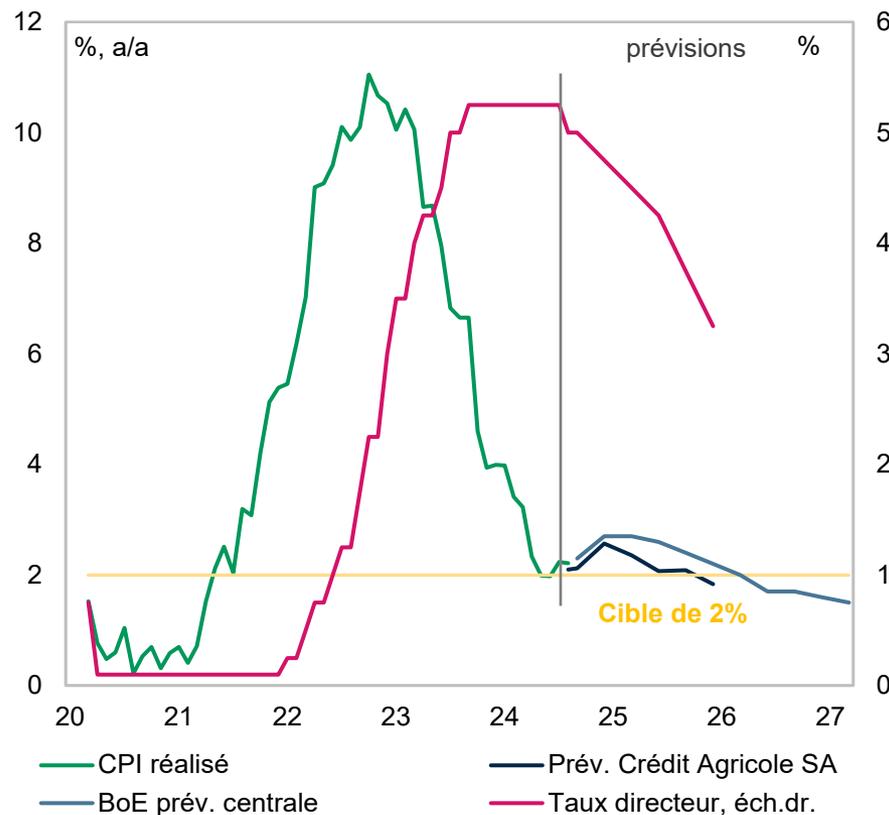
RALENTISSEMENT À COURT TERME APRÈS UN FORT REDÉMARRAGE DE L'ANNÉE

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 à l'assouplissement monétaire

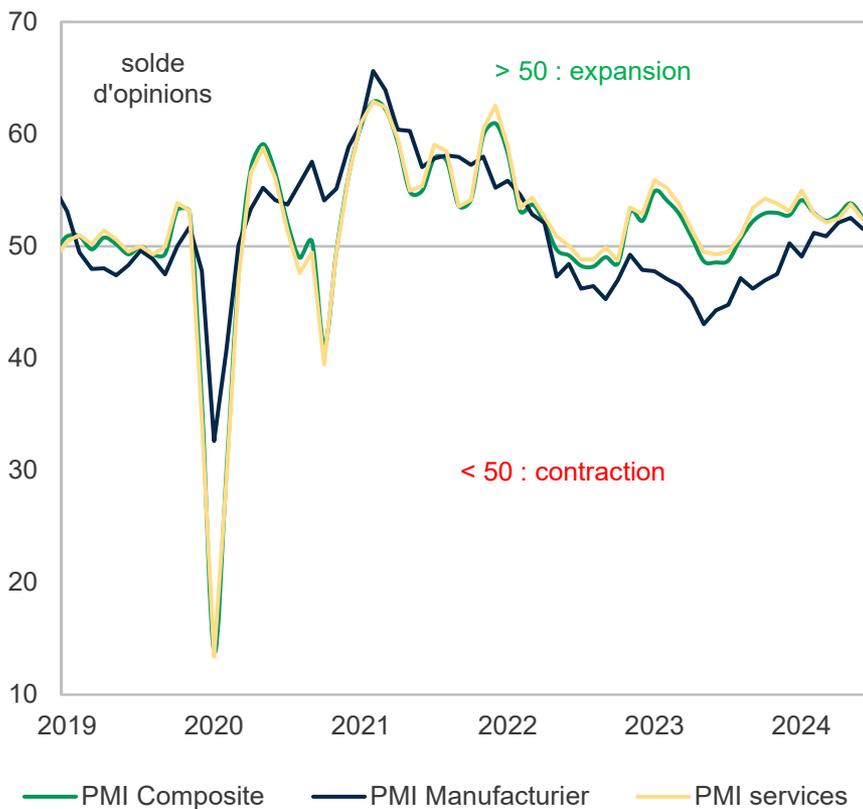


Sources : ONS, BoE Monetary policy report d'août 2024, Crédit Agricole SA / ECO (prévisions à fin 2025)

LE SCÉNARIO EN IMAGES

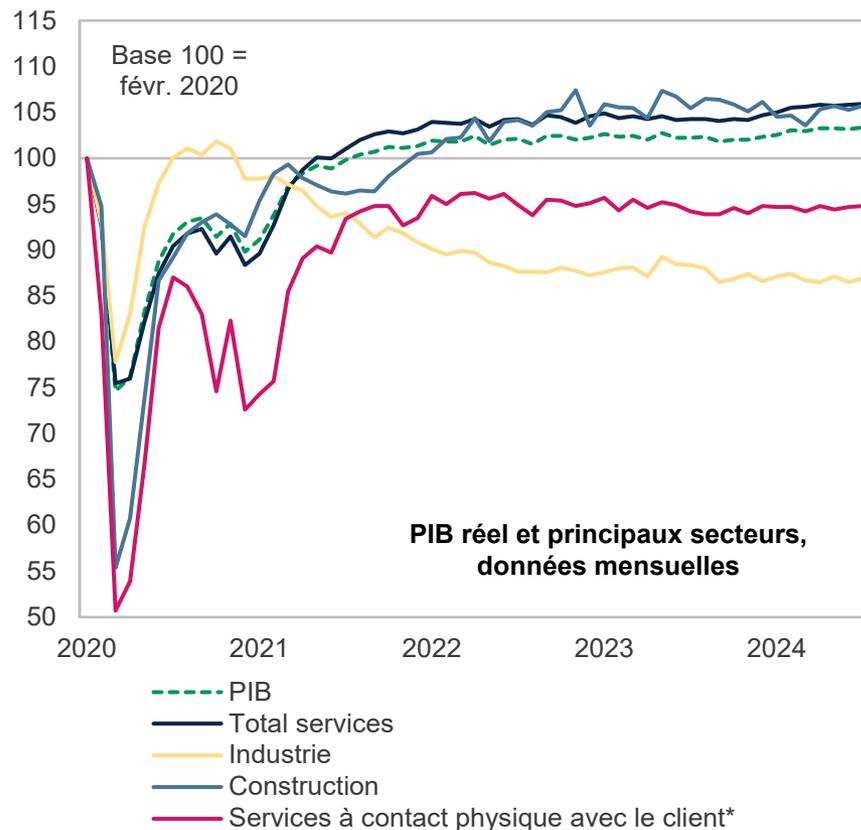
RYTHMES DE CROISSANCE MODESTES

Les enquêtes de confiance des entreprises se maintiennent en territoire d'expansion



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

La croissance demeure tirée par les services



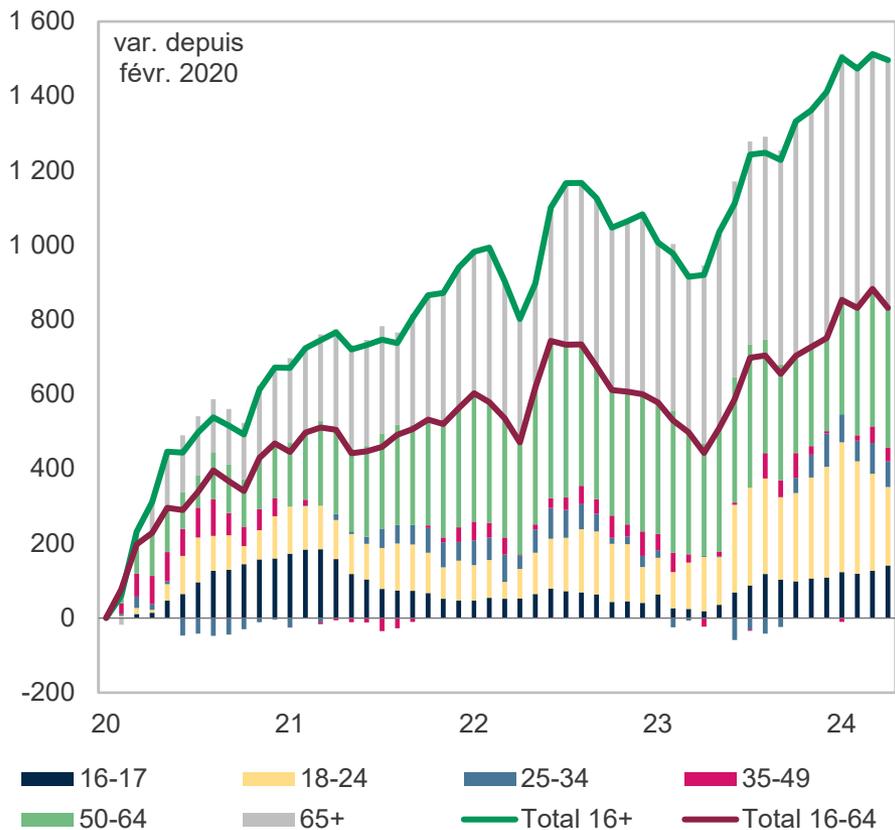
* Vente au détail, restauration, transport et voyages, loisirs et spectacles

Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

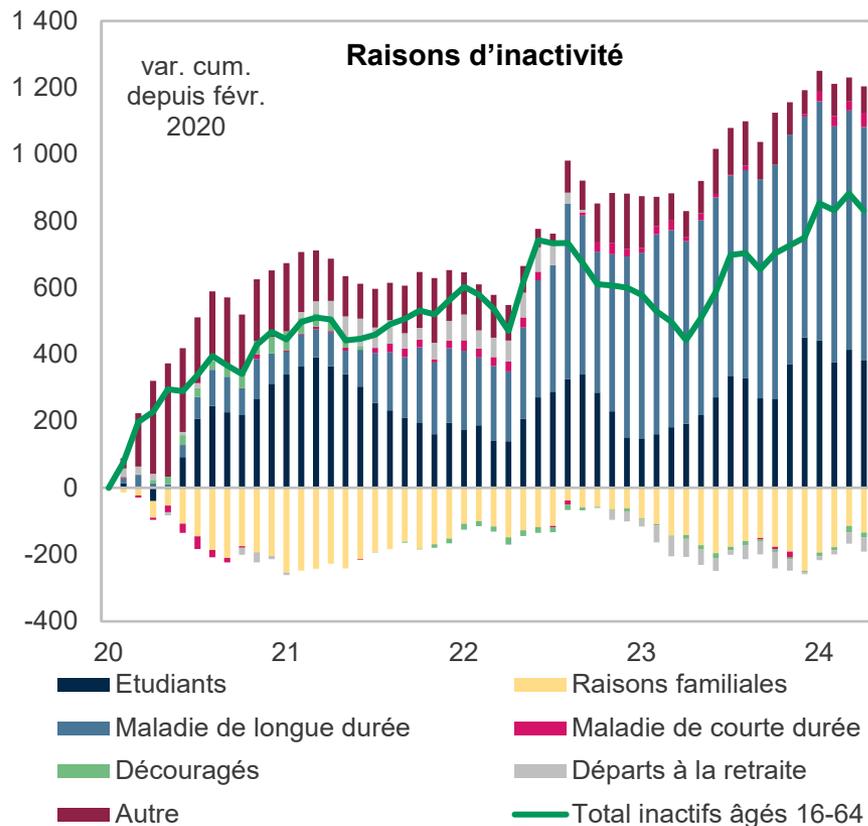
MARCHÉ DU TRAVAIL TOUJOURS TENDU MALGRÉ UN CERTAIN ASSOULPISSEMENT : L'INACTIVITÉ ÉLEVÉE EN CAUSE

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

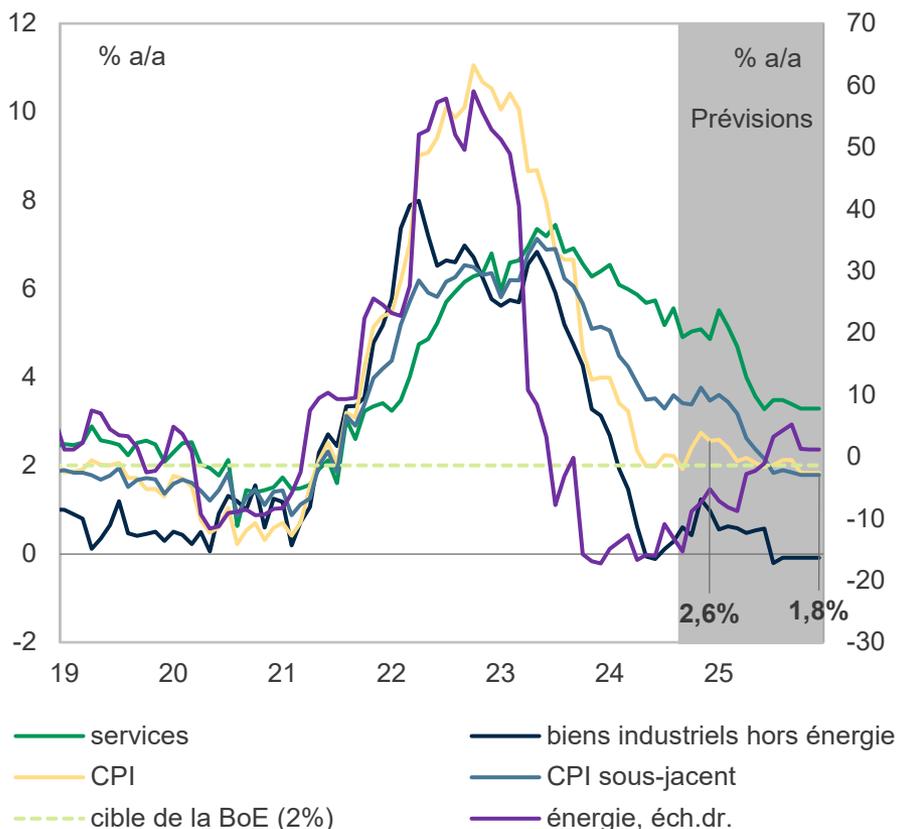


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

INFLATION : VOLATILITÉ À COURT TERME MAIS PAS D'ÉLOIGNEMENT SIGNIFICATIF DE LA CIBLE QUI PUISSE REMETTRE EN QUESTION L'ASSOUPPLISSEMENT MONÉTAIRE

L'inflation devrait accélérer légèrement à court terme en raison des prix de l'énergie



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Croissance des salaires et inflation dans les services : poursuite de la modération



Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
15/10/2024	Zone euro – Scénario 2024-2025 : un recalibrage des risques	Zone euro
15/10/2024	Arabie saoudite – Le défi de la planification économique et budgétaire face à l'aléa pétrolier	Moyen-Orient
14/10/2024	Portugal – La croissance freinée au T2 2024	Zone euro
11/10/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
11/10/2024	Inde – Pour Narendra Modi, cent premiers jours au goût amer	Asie
10/10/2024	Oman – Laboratoire fiscal de l'après-pétrole ?	Moyen-Orient
10/10/2024	Serbie – Que nous révèle l'analyse des flux commerciaux et d'investissement de l'alignement du pays ?	PECO
09/10/2024	France – Ce que l'on sait du projet de loi de finances pour 2025	France
07/10/2024	Fintech Outlook 9 premiers mois de l'année 2024 – L'heure américaine	Fintech
04/10/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
04/10/2024	Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : des équilibres délicats	Monde
03/10/2024	La Banque centrale chinoise s'évertue à relancer une croissance en berne	Asie
02/10/2024	Émirats arabes unis – L'invention du « libéralisme stratégique » ?	Moyen-Orient
01/10/2024	France – Consommation en biens, confiance et inflation, amélioration en cours pour les ménages	France
01/10/2024	Avenir de l'Europe / Face à face Union européenne - Chine : quels choix respectifs ?	Europe

Slavena Nazarova

+33 1 43 23 21 40 

slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr



Achévé de rédiger le 14 octobre 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

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.