



Slavena Nazarova

ROYAUME-UNI SCÉNARIO 2025-2026

DROITS DE DOUANE ET INCERTITUDE ASSOMBRISSENT LES PERSPECTIVES

Avril 2025

Achévé de rédiger le 22 avril 2025

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

LES TARIFS DOUANIERS AMÉRICAINS ET LA HAUSSE DES COÛTS SALARIAUX PÈSENT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

Les points-clés du scénario

- ▲ La croissance du PIB devrait être solide au premier trimestre, mais cette vigueur ne devrait être que temporaire.
- ▲ L'inflation devrait rebondir en avril et atteindre un pic au troisième trimestre. L'impact des tarifs est ambigu mais serait désinflationniste à moyen terme.
- ▲ La *Bank of England* devrait réduire son taux directeur à 4,25% en mai. Elle pourrait accélérer son assouplissement monétaire au second semestre pour soutenir la demande.
- ▼ Si les tarifs douaniers constituent pour l'économie britannique un choc négatif, potentiellement significatif, les estimations de l'impact sont entourées d'une grande incertitude.
- ▼ Les conditions sur marché du travail devraient se détériorer dans les prochains mois.
- ▼ Enfin, les finances publiques sont vulnérables à toute hausse du coût de l'emprunt et/ou de faiblesse de la croissance ; la politique budgétaire restera restrictive.

	2023	2024	2025	2026
% de variation annuelle PIB	0,4	1,1	0,9	1,4
Consommation des ménages	0,5	0,6	0,9	1,4
Consommation publique	1,6	3,0	3,3	4,1
Investissement	0,3	1,5	1,8	3,7
Inflation CPI	7,3	2,5	3,2	2,4
Taux de chômage (%)	4,1	4,3	4,6	4,7
Contribution à la croissance du PIB, pp				
Demande intérieure	0,0	2,4	2,8	2,4
Exportations nettes	0,3	-1,3	-1,9	-1,0
Variation des stocks	-0,9	0,2	0,8	0,0

Sources : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO

Prévisions arrêtées le 30/03/2025

Nous anticipons une croissance du PIB de 0,3% en glissement trimestriel au premier trimestre 2025 après +0,1% au quatrième trimestre 2024. Mais les données récemment publiées du PIB mensuel pour le mois de février suggèrent des risques haussiers sur notre prévision. La croissance au premier trimestre pourrait être proche de 0,6% en variation trimestrielle.

L'activité devrait ralentir au deuxième trimestre. Nous tablons sur une croissance de l'ordre de 0,2% en variation trimestrielle en raison de l'incertitude accrue à l'échelle mondiale, du resserrement des conditions sur les marchés financiers à la suite de l'imposition des tarifs douaniers par la Maison Blanche, mais aussi de la hausse des cotisations sociales patronales par le gouvernement britannique et des prix régulés de l'énergie en avril.

La croissance annuelle du PIB est ainsi révisée à la baisse à 0,9% en 2025 et à 1,4% en 2026 (contre 1,1% et 1,6% attendus respectivement il y a trois mois), des prévisions entourées d'un degré élevé d'incertitude du fait de l'impact incertain des tarifs. Nous avons révisé à la hausse nos prévisions de taux de chômage à 4,7% au second semestre 2025 et en 2026, contre 4,4% au quatrième trimestre 2024.

Les tarifs douaniers américains sur les biens exportés par le Royaume-Uni pourraient soustraire de 0,1% à 0,6% du PIB britannique, voire plus en cas de représailles ou d'annonces de tarifs supplémentaires (notamment celles attendues sur les produits pharmaceutiques) ; dans le pire scénario imaginé par l'OBR, les tarifs peuvent soustraire jusqu'à 1% du PIB britannique en 2026. Un tel impact n'est pas intégré dans nos prévisions. Sur le marché du travail, les anticipations d'emploi se détérioraient déjà en raison de la hausse des coûts salariaux en avril (hausse des cotisations sociales patronales et du salaire minimum vital) et plusieurs dizaines de milliers d'emplois pourraient être perdues.

Le gouvernement disposant d'une marge de manœuvre quasi-inexistante, tout soutien à l'économie devra se faire par un assouplissement plus agressif de la politique monétaire. Nous anticipons une baisse de taux de 25 points de base par trimestre de la part de la BoE cette année (en mai, août et novembre 2025) en scénario central, ce qui porterait le Bank rate à 3,75% en fin d'année (contre 4,5% aujourd'hui). La BoE pourrait toutefois accélérer son rythme de baisses des taux.

SYNTHÈSE – DES TAUX DE CROISSANCE DE NOUVEAU REVUS À LA BAISSÉ

LA CROISSANCE DU T1-2025 DEVRAIT ÊTRE SOLIDE, CELA NE DEVRAIT PAS DURER

La croissance du T1-2025 pourrait être proche de 0,6%, puis reculer fortement au T2

L'économie britannique a globalement stagné au second semestre 2024, après un solide premier semestre, portant le taux de croissance annuel en 2024 à 1,1%, après 0,4% en 2023. Le PIB a progressé de 0,1% en variation trimestrielle au quatrième trimestre 2024, conformément à nos prévisions, mais contrairement aux prévisions du consensus et aux anticipations de la BoE qui tablaient sur une contraction de 0,1%. Les fortes variations de stocks expliquent en grande partie cette bonne surprise, tandis que la consommation des ménages a été quasi-stable et que l'investissement des entreprises a reculé de 1,9% en glissement trimestriel. Les exportations nettes ont été faibles, avec une contribution négative à la croissance (-1,6 point de pourcentage – pp), les exportations s'étant contractées alors que les importations augmentaient (respectivement, -1,8% et +2,9% en variation trimestrielle).

Nous anticipons une croissance du PIB de 0,3% en variation trimestrielle au premier trimestre 2025 entourée de risques haussiers. L'activité a augmenté de 0,5% en février après 0,4% en décembre et 0,1% en janvier. L'effet d'acquis pour le taux de croissance du premier trimestre s'élève à 0,6%. Toutefois, l'activité devrait ralentir au second semestre sous l'effet conjugué de la hausse des coûts salariaux et des incertitudes liées à la politique commerciale de D. Trump.

Les enquêtes de confiance des entreprises dans le secteur privé indiquent des anticipations en baisse pour les trois prochains mois, selon la CBI, avec des baisses des volumes de production attendus dans les services, en particulier les services professionnels et des entreprises, alors que les anticipations sont stables dans le secteur manufacturier.

Le facteur principal de morosité est la hausse des cotisations sociales patronales en avril et celle du salaire minimum vital. De plus en plus d'entreprises indiquent que l'incertitude autour des droits de douane américains ont un impact sur les nouvelles commandes et entraînent la suspension ou le retard de certains projets. La combinaison de tous ces facteurs pèse également sur la confiance des consommateurs.

Hausse des coûts salariaux des entreprises le 1^{er} avril

Le 1^{er} avril, les hausses des cotisations sociales patronales (NIC, +1,2 pp) et du salaire minimum vital (NLW) de 6,7% à 12,21 livres sterling, annoncées

dans le budget d'automne, entreront en vigueur.

Les entreprises essaieront sans doute de répercuter une partie des coûts supplémentaires sur les prix, mais les marges bénéficiaires devraient être globalement comprimées. Les enquêtes menées auprès des entreprises suggèrent en effet une pression accrue sur les prix ainsi qu'une baisse des intentions d'embauche. Les emplois moins bien rémunérés sont particulièrement vulnérables en raison de la baisse du seuil (de 9 000 £ à 5 000 £) à partir duquel les entreprises paient des NIC. Les entreprises risquent également de baisser les salaires lorsqu'elles le pourront, afin de compenser la hausse du NLW. L'impact économique devrait être une hausse de l'inflation, une baisse des investissements des entreprises, de l'emploi et de la croissance des salaires.

Bien que nous ayons déjà intégré ces effets négatifs dans notre scénario il y a trois mois, les enquêtes suggèrent que l'impact sur l'emploi sera probablement plus immédiat que prévu. Nous avons révisé à la hausse nos prévisions de taux de chômage à 4,6% au deuxième trimestre et 4,7% au second semestre 2025, contre 4,4% au quatrième trimestre 2024. La dégradation des perspectives du marché de l'emploi fait peser des risques baissiers pour la croissance de la consommation des ménages. De plus, les prix régulés de l'énergie et de l'eau ont augmenté en avril ce qui devrait se traduire par une accélération de l'inflation à court terme. Après avoir reculé au cours des deux derniers mois à 2,6% en mars, l'inflation CPI devrait accélérer à 3,3% en avril et atteindre un pic au troisième trimestre vers 3,8%.

Hausse des droits de douane en mars et avril¹

Le Royaume-Uni semblait initialement être l'un des pays le moins à risque de se voir imposer des droits de douane du fait de sa balance commerciale en biens quasi-équilibrée vis-à-vis des États-Unis. Il bénéficiait même d'une sorte d'avantage compétitif vis-à-vis de la plupart des autres pays puisque D. Trump a annoncé un tarif réciproque de 10% pour le Royaume-Uni, contre 20% pour l'UE. Alors que les droits de douane « réciproques » ont été suspendus, le Royaume-Uni se situe à présent parmi les pays vulnérables en raison des droits de douane sur l'automobile (25% à partir du 3 avril), sur l'acier et l'aluminium (25% à partir du 12 mars), du taux universel de 10% sur les autres biens (à partir du 5 avril) et des tarifs « majeurs » attendus sur les produits pharmaceutiques.

¹ Cf. pages 7 à 12

SYNTHÈSE – DES TAUX DE CROISSANCE DE NOUVEAU REVUS À LA BAISSSE

UN POLICY-MIX RESTRICTIF

La politique budgétaire restera restrictive¹

Lors de sa première déclaration d'automne le 30 octobre dernier, la chancelière de l'Échiquier, Rachel Reeves, avait annoncé une forte hausse de la fiscalité (estimée à 1,1% du PIB selon l'OBR) afin de financer des augmentations significatives des dépenses dans les services publics et dans les infrastructures et la transition verte. Toutefois, la hausse des *gilt*s et les déceptions côté croissance l'ont obligée à resserrer la politique budgétaire en mars, cette fois *via* une baisse des dépenses sociales et des coupes dans les budgets des différents ministères (hors dépenses de défense qui sont augmentées). Compte tenu de la faible marge de manœuvre laissée par les règles budgétaires, les risques d'un nouveau tour de vis budgétaire sont significatifs.

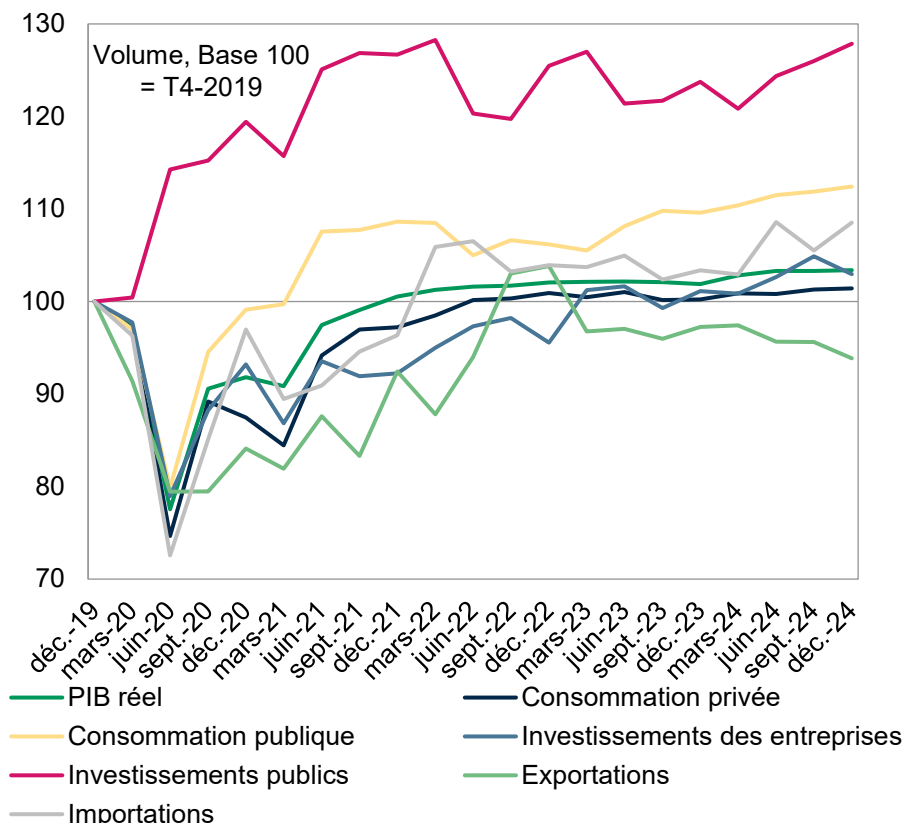
Au cours des cinq prochaines années, l'impulsion budgétaire sera négative (-0,5% du PIB par an en moyenne). Bien que l'impulsion soit négative, la croissance de l'investissement public devrait être soutenue, prolongeant la tendance *post-Covid* (cf. graphique).

L'assouplissement monétaire pourrait être accéléré au second semestre²

La BoE a poursuivi son assouplissement monétaire de manière graduelle avec une baisse de taux par trimestre, la dernière étant annoncée en février lorsque le taux directeur a été réduit à 4,50%. Sur fond d'inflation supérieure à la cible et d'inflation des services toujours trop élevée, la banque centrale continue de signaler que la politique monétaire devra rester restrictive aussi longtemps que nécessaire pour éliminer les risques prévenant un retour durable de l'inflation à la cible à moyen terme.

À court terme, la BoE anticipe une hausse de l'inflation CPI vers 3,7% au T3-2025. Elle juge cependant que l'économie est désormais en léger excès de capacités non-utilisées et que cette hausse de l'inflation ne devrait pas entraîner des effets de second tour. Les incertitudes autour des trajectoires d'offre et de demande impliquent une approche « graduelle et prudente » du retrait de la restriction monétaire. Les risques sur l'économie britannique liés aux droits de douane de D. Trump pourraient conduire la BoE à accélérer son assouplissement monétaire au cours des prochains mois.

Composantes de la demande depuis le Covid : un rôle accru de l'investissement public



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO

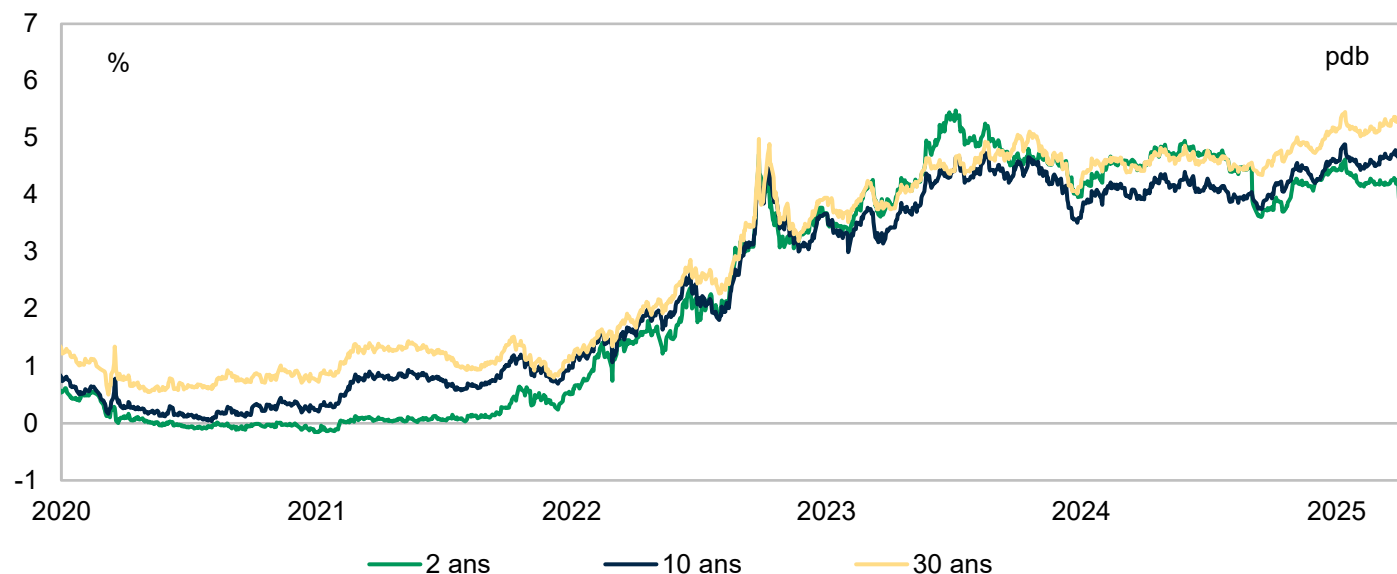
¹ Cf. pages [20 à 22](#)

² Cf. page [23](#)

RESSERREMENT DES CONDITIONS FINANCIÈRES

LA VOLATILITÉ SUR LES MARCHÉS A ENTRAÎNÉ UNE HAUSSE DU COÛT D'EMPRUNT DE L'ÉTAT BRITANNIQUE

Rendements des obligations d'État du Royaume-Uni



Sources : Refinitiv Eikon Datastream, Crédit Agricole S.A./ECO

Le « *Liberation Day* » de Donald Trump et ses annonces de droits de douane ont ramené la politique tarifaire américaine aux niveaux du début du XX^e siècle. La politique commerciale protectionniste de la part de la première économie mondiale perturbera sans aucun doute le commerce mondial. En plus des impacts directs des tarifs douaniers sur le commerce, l'approche chaotique du président Trump a créé une incertitude énorme. Celle-ci augmente les risques de net ralentissement mondial. Les marchés boursiers mondiaux se sont « effondrés », les prix du pétrole ont fortement chuté et les marchés du crédit montrent des signes précoces de détresse, même après la pause des tarifs réciproques. Cette volatilité a également entraîné une

hausse du coût des emprunts du gouvernement britannique – les rendements à trente ans ayant atteint leur plus haut niveau depuis 1998 – et menace de freiner la croissance en raison d'une baisse de la confiance et du resserrement des conditions financières, se cumulant à l'impact des droits de douane sur le commerce. Une hausse de 50 points de base des taux des *gilts* est suffisante pour effacer la marge de manœuvre dont le gouvernement dispose vis-à-vis de ses règles budgétaires, ce qui l'obligera à annoncer un nouveau resserrement de la politique budgétaire *via* des coupes budgétaires ou des hausses des taxes et des impôts.

L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

RALENTISSEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

La croissance de l'économie mondiale est prévue en ralentissement en 2025 et en modeste accélération en 2026, en raison principalement de la dynamique négative des économies avancées. Du côté des pays émergents, la croissance passerait de 4,3% en 2024 à 4% en 2025 et 2026. Nous prévoyons une poursuite du ralentissement de la croissance en Chine en 2025, les exportations étant susceptibles d'être fortement freinées par le relèvement des droits de douane américains et la reprise de la demande intérieure restant modeste et incertaine. La croissance du PIB devrait ralentir à 4,6% en 2025 et 4,3% en 2026, après 5,0% en 2024.

La croissance américaine ralentirait en 2025 vers 1,7% en 2025, avant un léger rebond en 2026 prévu à 2,2% en 2026. L'inflation suivrait ce ralentissement début 2025 avant une reprise en fin d'année avec une moyenne annuelle de 2,7% en 2025 et 2026. La Fed, après une pause devrait finir par relancer son processus de baisse des taux avec deux nouvelles baisses de 25 pb en juin et en septembre, avant d'entamer une pause prolongée avec un plafond fixé à 4,00%. Les taux longs pourraient ainsi baisser légèrement au deuxième trimestre 2025 en réaction à l'impact négatif des droits de douane sur la croissance et à la reprise des baisses de taux par la Fed attendue en juin.

Les rendements des *Treasuries* à dix ans sont attendus à 4,45% fin 2025 et à 4,75% fin 2026.

L'assouplissement de la BCE est proche de sa fin et nous prévoyons une dernière baisse des taux, de 25 points de base en juin 2025, à la suite de laquelle le taux de dépôt serait maintenu à 2,00% jusqu'à fin 2026. Le rendement allemand à dix ans avoisinerait 3% (3,1% fin 2026). La pentification de la courbe allemande et les perspectives d'une augmentation de la croissance de la zone euro suggèrent un resserrement supplémentaire des *spreads* souverains, avec la prime de l'OAT à 55 pb fin 2026 et celle du BTP à 105 pb. L'euro pourrait atteindre 1,12 face au dollar au quatrième trimestre 2025, un niveau qui ne devrait pas être dépassé en raison d'un nouveau rebond attendu de l'économie américaine, des rendements des *Treasuries* et donc du dollar au second semestre 2026.

La récente annonce de l'OPEP+ d'augmenter sa production devrait provoquer une baisse modérée des prix du pétrole à 71 dollars par baril en moyenne en 2025 et à 70 dollars en 2026. L'utilisation des stocks de gaz naturel au cours de l'hiver, plus froid que les précédents, devrait tendre le marché du gaz naturel liquéfié pendant les prochains mois.

Hypothèses de cadrage internationales																				
	2023	2024	2025	2026	2023				2024				2025				2026			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB zone euro (a/a, t/t, %)	0,9	0,9	1,0	1,5	0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,1	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
PIB États-Unis (a/a, t/t, annualisé, %)	2,9	2,8	1,7	2,2	2,8	2,4	4,4	3,2	1,6	3,0	3,1	2,4	0,8	1,5	1,2	1,8	2,5	2,5	2,4	2,4
PIB Chine (a/a, t/t, %)	5,4	5,0	4,6	4,3	1,7	1,2	1,5	0,9	1,5	0,9	1,3	1,6	1,3	0,7	0,9	1,0	1,3	1,1	1,0	1,0
PIB monde (a/a, t/t, %)	3,3	3,1	2,8	3,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux de dépôt BCE (fin de période, %)	4,00	3,00	2,25	2,50	3,00	3,50	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,00	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,50
Taux des fonds Réserve fédérale (fin de période, %)	5,50	4,50	4,00	4,00	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Taux de change (moyenne, EUR/USD)	1,08	1,08	1,10	1,11	1,07	1,09	1,09	1,08	1,09	1,08	1,10	1,07	1,11	1,08	1,10	1,12	1,12	1,11	1,10	1,10
Brent (moyenne, USD/baril)	82,2	79,9	71,3	69,3	82,2	77,9	85,9	83,0	81,9	85,0	78,9	74,0	75,1	73,0	70,0	67,0	65,0	70,0	70,0	72,0

Sources : BEA : BEA, BCE, Eurostat, FMI, Refinitiv, Réserve fédérale, Crédit Agricole S.A./ECO

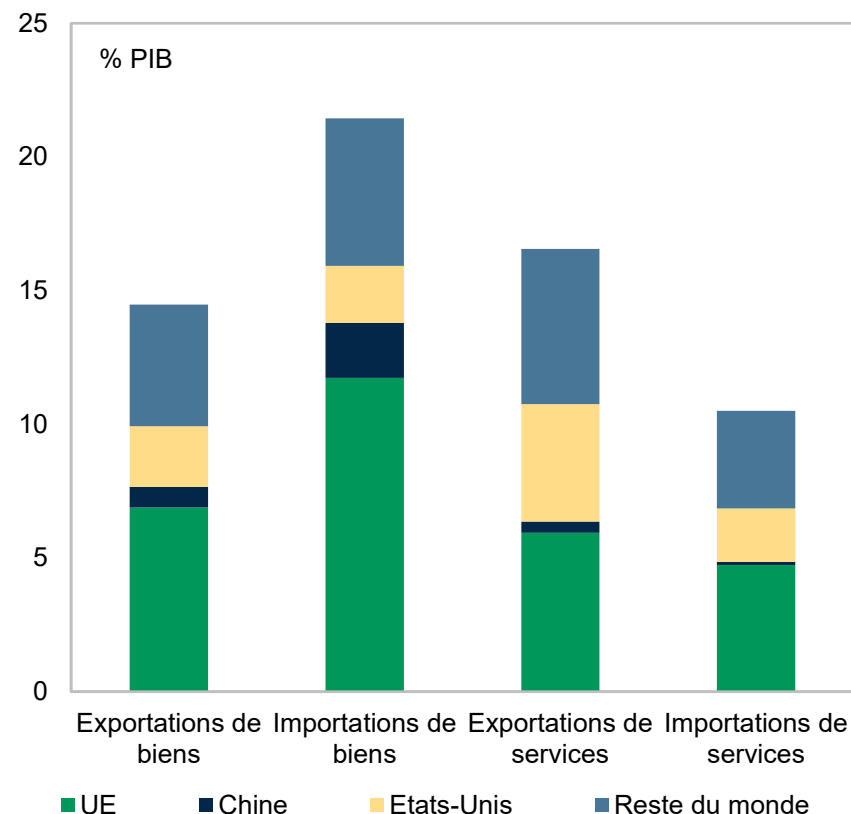
FOCUS – IMPACT DES DROITS DE DOUANE

LES ÉTATS-UNIS OCCUPENT UNE PLACE IMPORTANTE DANS LE COMMERCE BRITANNIQUE

Les États-Unis sont le principal partenaire commercial du Royaume-Uni après l'Union européenne. Pour les biens, les États-Unis sont la première destination des exportations britanniques et la troisième source d'importations (après l'Allemagne et la Chine). Selon l'ONS, en 2023, le Royaume-Uni a importé 58 milliards de livres sterling de marchandises en provenance des États-Unis (10% de toutes les importations de biens, soit 2,1% du PIB) et a exporté pour 60 milliards de livres sterling de marchandises (15,3% de toutes les exportations de biens, soit 2,2% du PIB). La balance commerciale en biens avec les États-Unis est donc quasiment équilibrée (et même en déficit de 11,9 milliards de dollars en 2024, selon les données du *US Census Bureau*). En fait, le Royaume-Uni exporte beaucoup plus de services vers les États-Unis (126 milliards de livres sterling ou 27% de toutes les exportations de services) que de biens. Les États-Unis constituent son plus grand partenaire d'importation et d'exportation pour les services. La balance commerciale britannique en services vis-à-vis des États-Unis est fortement excédentaire, les importations de services depuis les États-Unis s'élevant à 57 milliards de livres sterling (19,5% de toutes les importations de services).

Les machines et le matériel de transport sont les principales exportations de biens du Royaume-Uni vers les États-Unis, s'élevant à 27 milliards de livres sterling en 2023, soit près de la moitié (45%) de toutes les exportations de biens vers les États-Unis. Avec 6,4 milliards de livres sterling d'exportations de voitures (18,4% de toutes les exportations de voitures du Royaume-Uni), les États-Unis sont le premier partenaire d'exportation du Royaume-Uni pour les voitures, devant l'Allemagne et les Pays-Bas. Les produits chimiques sont le deuxième produit le plus exporté, avec environ 14 milliards de livres sterling d'exportations vers les États-Unis en 2023, soit près d'un quart des exportations totales de produits chimiques du Royaume-Uni. Ce chiffre comprenait principalement 8,8 milliards de livres sterling de produits médicaux et pharmaceutiques. Le Royaume-Uni est ainsi parmi les pays les plus exposés à la guerre commerciale de D. Trump du fait de l'imposition d'un tarif de 25% sur les voitures, de tarifs à venir sur les produits pharmaceutiques ainsi que d'un tarif « universel » de 10% sur le reste des importations américaines de produits britanniques.

Royaume-Uni : commerce en 2023

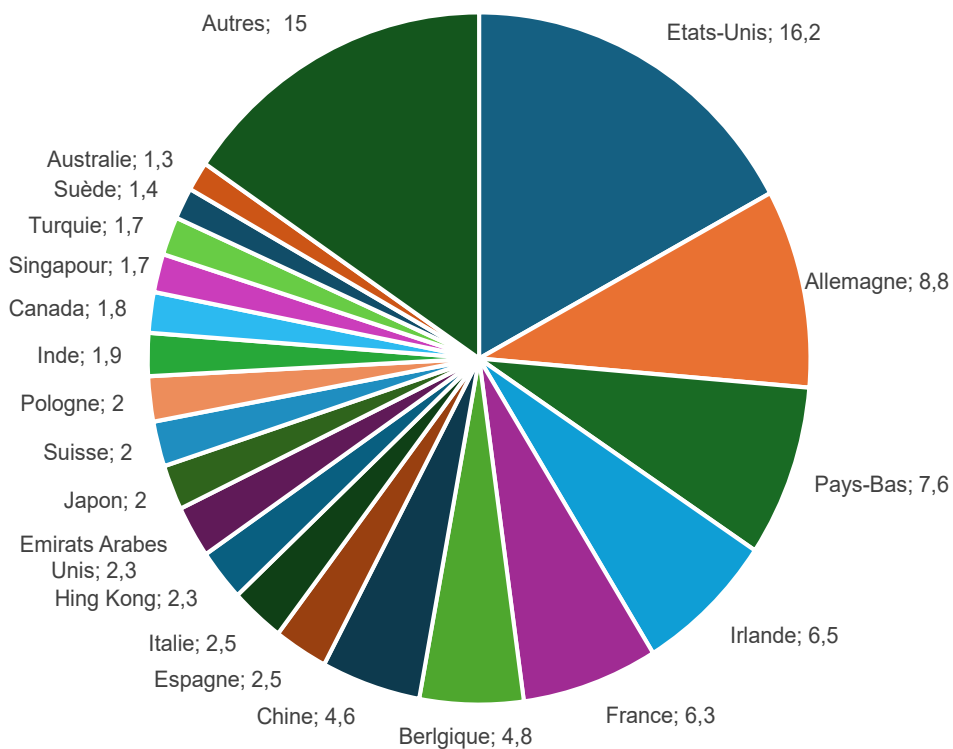


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

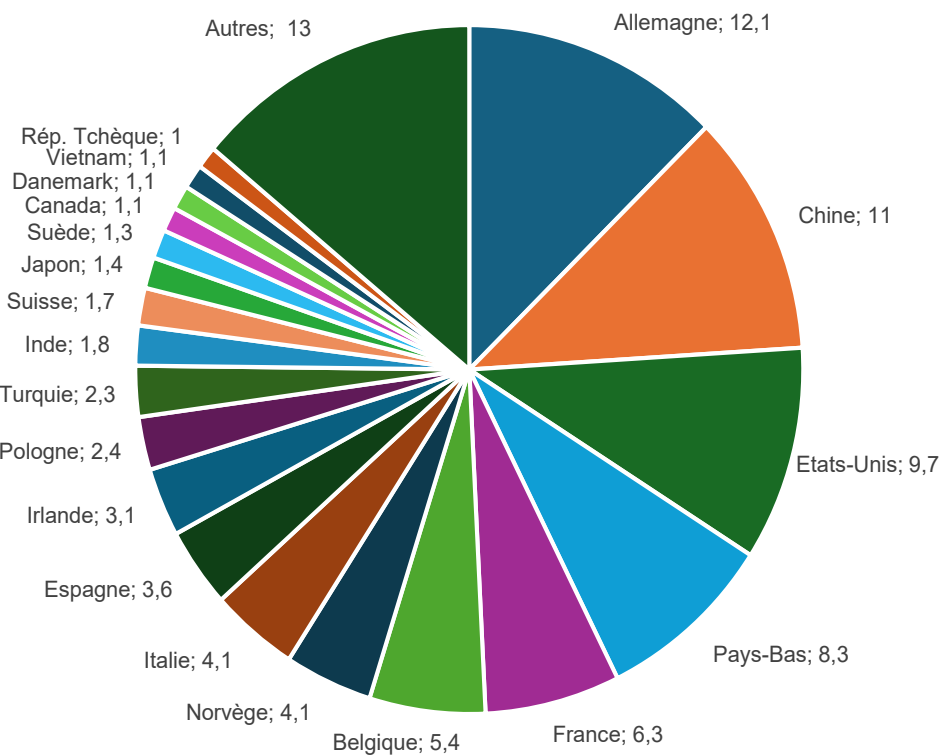
FOCUS – IMPACT DES DROITS DE DOUANE

LES ÉTATS-UNIS OCCUPENT UNE PLACE IMPORTANTE DANS LE COMMERCE BRITANNIQUE

Royaume-Uni : exportations de biens (% total, 2024)



Royaume-Uni : importations de biens (% total, 2024)



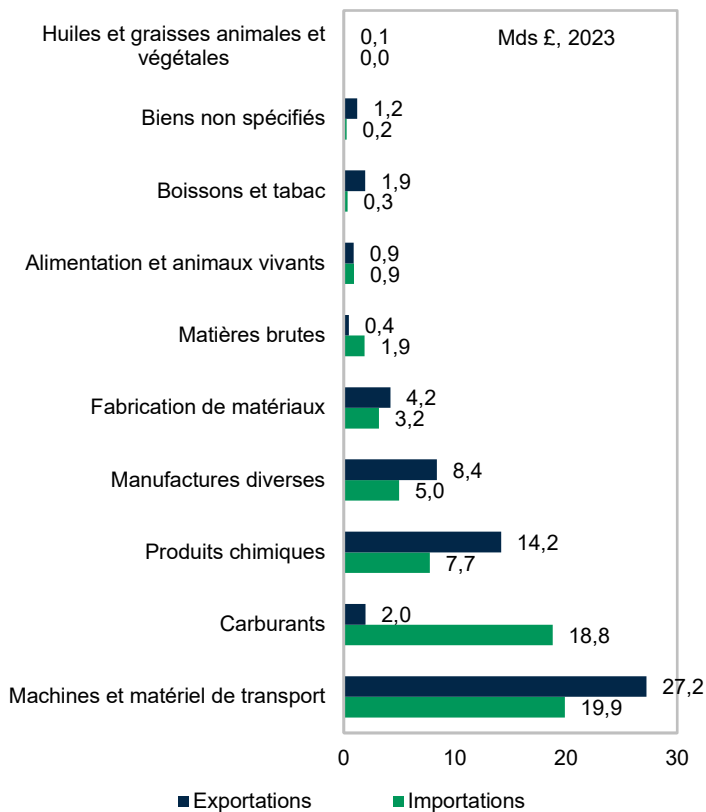
Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

FOCUS – IMPACT DES DROITS DE DOUANE

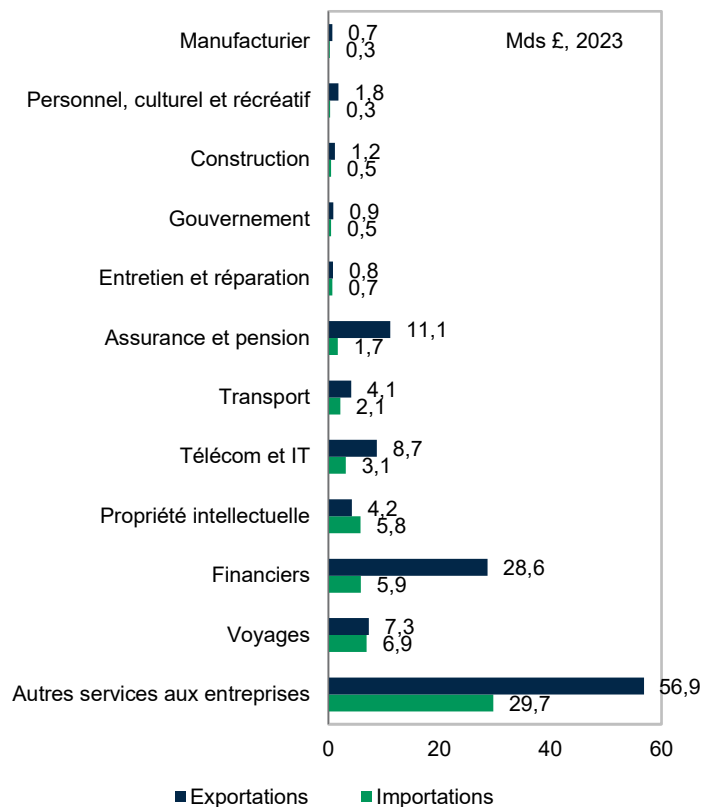
LE ROYAUME-UNI EXPORTE ESSENTIELLEMENT DES SERVICES AUX ENTREPRISES VERS LES ÉTATS-UNIS

Commerce du Royaume-Uni avec les États-Unis par type de biens



Sources : ONS Crédit Agricole S.A.

Commerce du Royaume-Uni avec les États-Unis par type de services



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A

FOCUS – IMPACT DES DROITS DE DOUANE

UN IMPACT POTENTIELLEMENT SIGNIFICATIF SUR LA CROISSANCE

L'impact des tarifs sur une économie ouverte comme le Royaume-Uni dont le commerce extérieur (importations plus exportations) représente plus de deux tiers du PIB, devrait être significatif. L'impact *direct* des tarifs sur le PIB britannique pourrait être relativement limité¹, mais la prise en compte des effets *indirects* du choc tels que l'impact sur l'économie américaine et la croissance mondiale, les perturbations des chaînes de valeur, l'incertitude et son impact sur la confiance et l'investissement, la volatilité sur les marchés financiers et la hausse des taux d'intérêt sont autant d'effets indirects qui pourraient amplifier cet impact.

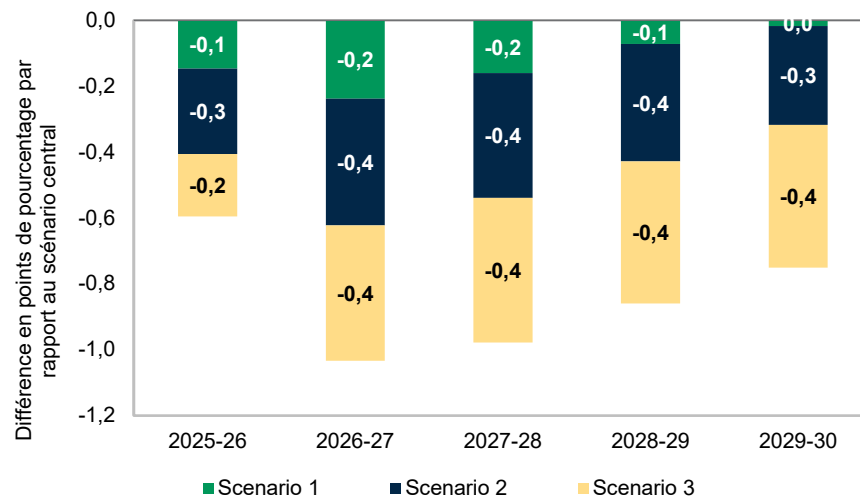
En outre, l'impact des droits de douane devrait être très hétérogène selon les secteurs, les produits pharmaceutiques, le secteur automobile et la chimie étant les plus exposés.

Dans un scénario basé sur l'hypothèse d'un droit de douane universel de 20% de la part des États-Unis sur tous les autres pays, y compris le Royaume-Uni, l'OBR estime que l'impact direct sur le PIB serait « d'un peu moins de 0,2% », tandis que l'impact global serait de 0,6% en 2026-2027, l'année du pic d'impact ; il pourrait augmenter à 1% en cas de représailles de la part de tous les partenaires des États-Unis. À horizon 2029-2030, la réduction de l'ouverture commerciale entraînerait une baisse permanente du PIB britannique d'environ 0,3% (de 0,7% en cas de représailles).

L'impact sur le marché du travail pourrait se chiffrer à quelques dizaines de milliers de pertes d'emplois. Les industries les plus impactées seront les secteurs des machines et du matériel de transport et des automobiles, mais aussi leurs fournisseurs de services professionnels, de conseil et de support. Le secteur automobile qui fait face à un tarif de 25% emploie, seul, quelques 260 000 personnes.

¹ L'utilisation d'une élasticité-prix de -0,4 implique que pour une augmentation de 10% des prix des importations de biens américains (en supposant que la hausse des droits de douane soit entièrement répercutée sur les prix à la consommation), la demande américaine pour des produits britanniques diminuerait de 4%, toutes choses égales par ailleurs. Au Royaume-Uni, où les exportations de biens vers les États-Unis représentent 2,2% du PIB, cela équivaut à un peu moins de 0,1% du PIB.

Impact sur le PIB britannique de trois scénarios de tarifs douaniers



Scénario 1 : les États-Unis augmentent de 20% les droits de douane imposés sur les marchandises en provenance de Chine, du Canada et du Mexique, et ces pays ripostent de manière équivalente.

Scénario 2 : les États-Unis vont plus loin en augmentant de 20% les droits de douane sur les marchandises en provenance de tous les autres pays, y compris le Royaume-Uni.

Scénario 3 : en plus des mesures des scénarios 1 et 2, tous les partenaires commerciaux des États-Unis, y compris le Royaume-Uni, ripostent en imposant des droits de douane réciproques sur les produits américains.

Sources : OBR EFO March 2025

FOCUS – IMPACT DES DROITS DE DOUANE

EFFETS POTENTIELS DES DROITS DE DOUANE AMÉRICAINS SUR L'ÉCONOMIE BRITANNIQUE

Canal de transmission	Activité R-U	Inflation R-U	Explication
Demande américaine	↓	↓	La demande américaine pour des biens importés depuis le Royaume-Uni devrait diminuer (effets de substitution).
Demande mondiale	↓	↓	La guerre commerciale pèsera sur les perspectives du commerce et de croissance mondiaux. La demande étrangère adressée au Royaume-Uni diminuera.
Chaînes d'approvisionnement	↓	↑	Les perturbations des chaînes d'approvisionnement dues à l'augmentation des barrières commerciales mondiales pourraient entraîner des pénuries de certains composants, ce qui pourrait faire grimper les prix mondiaux et britanniques.
Réorientation des flux de commerce mondiaux	↔	↓	D'autres pays pourraient baisser les prix de leurs produits précédemment destinés aux États-Unis.
Incertitude	↓	↓	La confiance des entreprises et des ménages britanniques devrait baisser, ce qui entraînerait une chute de leurs intentions d'investissement et dépenses de consommation.
Mouvements du taux de change	↓ ↑	↓ ↑	La livre sterling pourrait s'apprécier ou se déprécier en fonction des politiques commerciales d'autres pays et l'évolution du sentiment mondial à l'égard du risque.
Fragmentation du commerce mondial à long terme	↓	↔	Les barrières au libre échange devraient peser sur la croissance potentielle mondiale, à travers une concurrence et des transferts de connaissance réduites.

Sources : BoE, Crédit Agricole SA / ECO

FOCUS – IMPACT DES DROITS DE DOUANE

DES EFFETS PLUS AMBIGUS SUR L'INFLATION, MAIS DÉINFLATIONNISTES DANS L'ENSEMBLE

Impact sur l'inflation : désinflationniste à moyen/long terme

L'impact de la guerre commerciale sur l'inflation britannique est plus difficile à estimer. Plusieurs facteurs rentrent en jeu : la baisse anticipée de la demande mondiale et des cours du pétrole, l'appréciation de la livre sterling (près de 2% en termes effectifs depuis fin janvier) et la possibilité d'un reroutage des flux d'exportations asiatiques vers l'Europe devraient avoir des effets désinflationnistes au Royaume-Uni à court et moyen terme. À ces effets s'ajoutent l'affaiblissement de la demande et l'apparition de capacités de production non-utilisées, notamment sur le marché du travail, qui en résulteraient.

En revanche, toute perturbation des chaînes d'approvisionnement mondiales pourrait entraîner des difficultés d'approvisionnement pour les entreprises britanniques et une hausse de leurs coûts de production. Cette hausse des coûts de production interviendrait à un moment où les marges des entreprises sont déjà sous pression du fait de la faiblesse de la demande interne et de coûts salariaux en hausse. Les entreprises chercheront à les répercuter sur leurs prix de vente. L'impact de la guerre commerciale pourrait dans ce cas être inflationniste. Ainsi, l'OBR anticipe un impact sur l'inflation britannique de +0,3% en 2025-26, suivi par un impact négatif en 2027-2028 et 2028-2029 en raison de l'apparition de capacités non-utilisées. Dans le pire des scénarios incluant des mesures de

rétorsion par tous les partenaires des États-Unis (tarifs à 20%), l'impact sur l'inflation CPI britannique doublerait à près de 0,6%. Pour le moment, le gouvernement britannique a choisi de ne pas prendre de mesures de rétorsion, cherchant à négocier un accord de libre-échange avec les États-Unis.

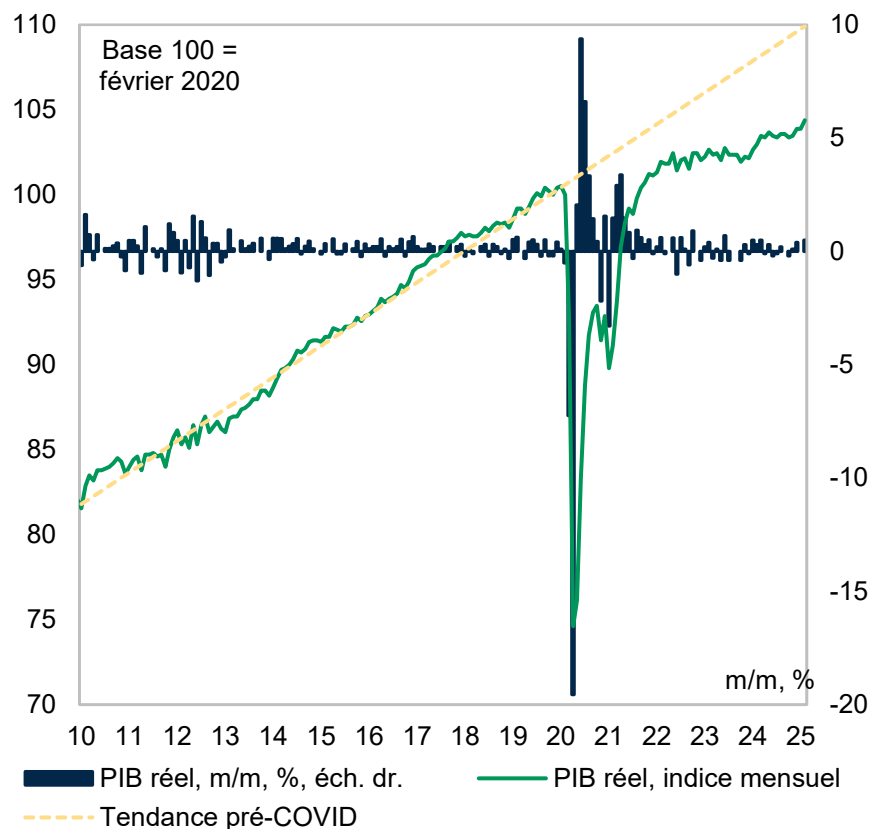
Une politique monétaire plus accommodante en conséquence

Pour la BoE, ce sont les perspectives d'inflation à horizon de deux à trois ans, déterminées par l'équilibre entre l'offre et la demande, qui détermineront la conduite de sa politique monétaire. La BoE devrait réagir à l'affaiblissement de la demande et à l'apparition de capacités non-utilisées sur le marché du travail qui risquent de résulter de la guerre commerciale. Ce scénario devrait conduire la BoE à réduire ses taux de manière plus agressive. Nous anticipons actuellement une baisse de taux par trimestre de 25 points de base chacune, la prochaine baisse de taux étant prévue pour le mois de mai, mais il est possible que des voix *dovish* se lèvent déjà en faveur de baisse de taux de 50 pbb (et pas seulement de la part de Swati Dhingra). Le choc des tarifs représente également un choc sur l'offre du fait de la baisse des échanges, d'une détérioration de la productivité et des impacts négatifs sur l'investissement. Dans un scénario alternatif, mais moins probable, la BoE pourrait décider de pencher du côté *hawkish*, surtout si les anticipations d'inflation des ménages dérivent à la hausse.

DÉVELOPPEMENTS CONJONCTURELS RÉCENTS

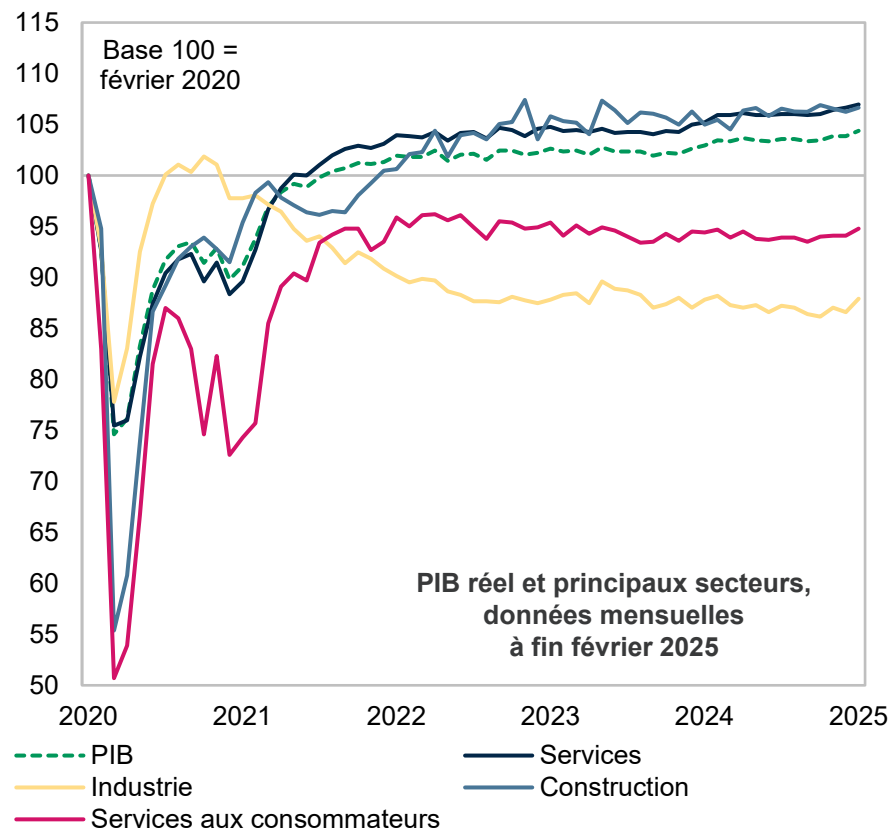
BON DÉBUT D'ANNÉE POUR L'ACTIVITÉ, AVANT LA MISE EN PLACE DES TARIFS

Le PIB réel (indice mensuel) a crû de 0,5% en février et de 0,6% sur les trois derniers mois



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO

Un rebond tiré par les services et l'industrie (+0,6% et +0,7% respectivement sur les trois mois à février)



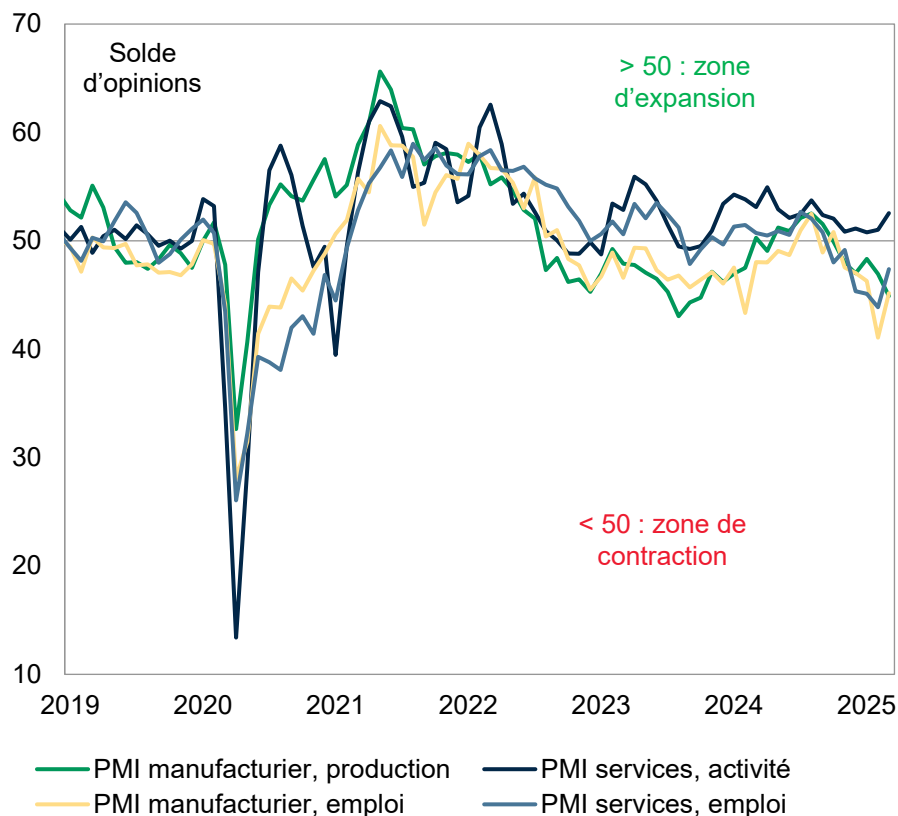
* Commerce de détail, restauration, transports et voyages, loisirs et divertissements

Sources : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO

DÉVELOPPEMENTS CONJONCTURELS RÉCENTS

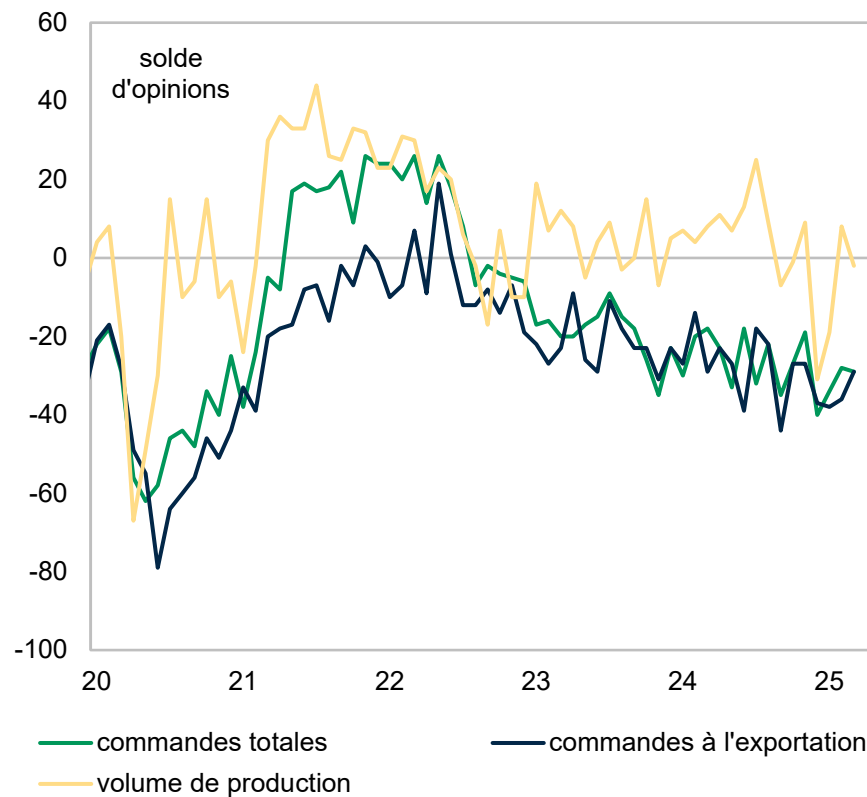
CONFIANCE DES ENTREPRISES : RÉSISTANCE DANS LES SERVICES, DÉTÉRIORATION DANS L'INDUSTRIE

Amélioration du climat des affaires dans les services, mais chute de l'activité dans le secteur manufacturier



Sources : S&P Global, données à fin mars, Crédit Agricole S.A./ECO

Enquêtes dans l'industrie : toujours déprimées

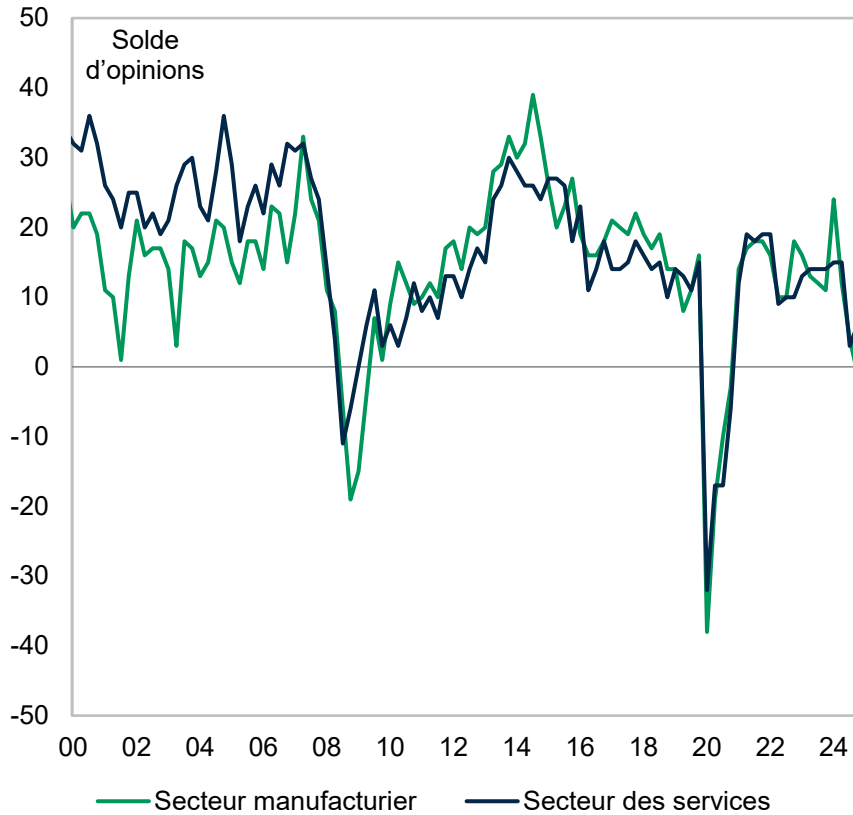


Sources : CBI, données à fin mars, Crédit Agricole S.A./ECO

DÉVELOPPEMENTS CONJONCTURELS RÉCENTS

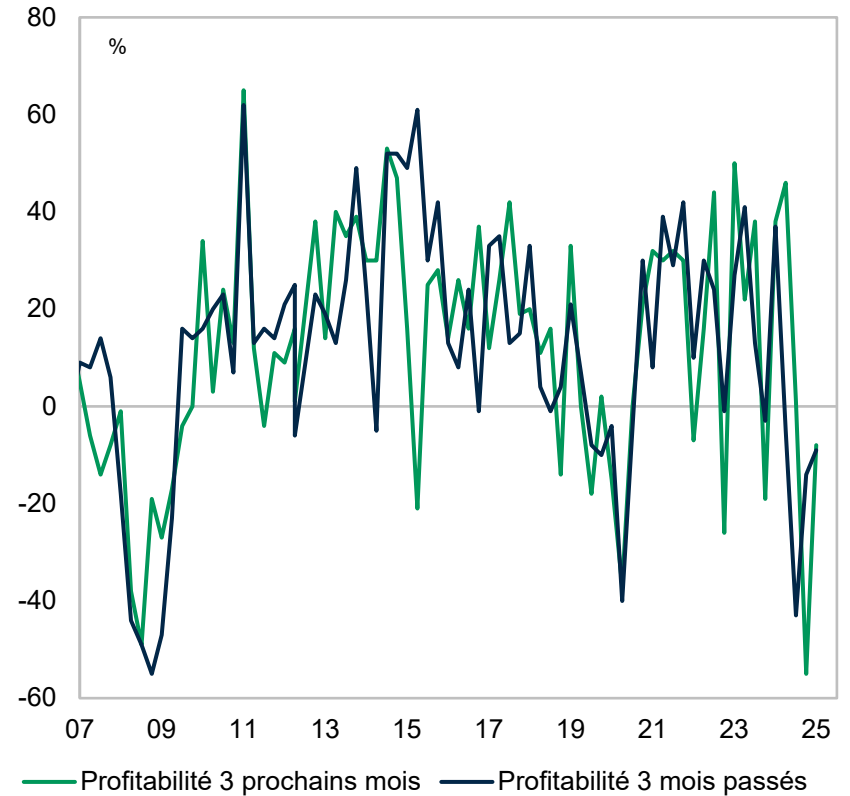
DÉTÉRIORATION DES PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT

Faiblesse des intentions d'investissement



Sources : Enquêtes BCC, données au T1-2025, Crédit Agricole S.A./ECO

Forte détérioration de la profitabilité passée et anticipée des entreprises avant un rebond au T1



Sources : Enquêtes CBI, données au T1-2025, Crédit Agricole S.A./ECO

LA PRUDENCE EST DE MISE, LE MARCHÉ DU TRAVAIL SE DÉTÉRIORE

Les revenus réels ont continué de croître fortement au quatrième trimestre 2024 (+5% sur un an pour le revenu disponible brut réel, +2,4% pour les salaires réels), mais les ménages ont préféré accumuler de l'épargne au lieu de dépenser. En effet, la consommation des ménages a crû de seulement +0,1% au quatrième trimestre 2024, après +0,5% au troisième trimestre, tandis que leur taux d'épargne a augmenté à 12%, son plus haut niveau depuis la pandémie.

Cette prudence de la part des ménages reflète une faiblesse de la confiance et probablement un comportement d'épargne de précaution motivé par la détérioration des conditions sur le marché du travail. Le taux de chômage a augmenté à 4,4% au quatrième trimestre après avoir évolué entre 4,1% et 4,4% depuis le début de 2024, une progression certes modeste, mais qui probablement sous-estime le chômage « réel ». En effet, l'ONS continue d'avertir qu'il faut interpréter les données de la LFS (Labour Force Survey) avec beaucoup de précaution « en raison d'une taille des échantillons réduite ». Les indicateurs complémentaires publiés par l'ONS ainsi que les PMI et le *Decision Maker Panel* de la BoE montrent un ralentissement marqué de la croissance de l'emploi au cours de la seconde moitié de 2024. Celui-ci s'expliquerait par la hausse des coûts salariaux, la faiblesse des perspectives économiques et l'incertitude géopolitique. Les enquêtes auprès des entreprises signalent une chute des intentions d'embauche et des plans de réduction des effectifs.

Le marché du travail devrait être désormais en léger excès de capacités. La demande de main-d'œuvre a continué de diminuer au premier trimestre, tandis que le taux de participation a augmenté (à 63,4% pour la population de plus de seize ans). Le nombre des postes vacants a baissé à 781 000 au premier trimestre (-13,8% sur un an), sous son niveau d'avant-Covid pour la première fois depuis mai 2021. Il y a désormais deux chômeurs par poste vacant, contre 1,6 il y a un an, un plus haut depuis avril 2021.

Malgré l'assouplissement du marché du travail, la croissance des salaires a progressé sur les trois derniers mois, à 5,9% de décembre à février contre 5,6% de septembre à novembre. **La croissance des salaires devrait ralentir d'ici la fin de l'année avec la baisse des perspectives de l'emploi.** La BoE s'attend à une modération de la croissance des salaires vers 3,9% en fin d'année.

Les données des ventes au détail à fin février suggèrent un bon début d'année pour la consommation des ménages : une vigueur qui ne sera probablement que temporaire. Le volume des ventes au détail a progressé de 1% en variation mensuelle en février, après une hausse solide (1,4%) le mois précédent. L'acquis est de 1,6% pour le premier trimestre. La hausse est particulièrement soutenue dans les magasins non-alimentaires (+3,1% sur le mois de février). Faits intéressants rapportés par l'ONS, la demande pour des bijoux et des montres aurait fortement augmenté en raison de l'incertitude économique, tandis que dans les magasins de vêtements les ventes ont été soutenues par une augmentation des remises et des baisses des prix. En dépit du rebond, les ventes au détail demeurent inférieures à leur niveau d'avant-Covid. L'indice de l'activité dans les services à contact direct avec le consommateur, a progressé de 0,7% en février après avoir été stable en janvier ; son effet d'acquis est également très fort (+0,7%).

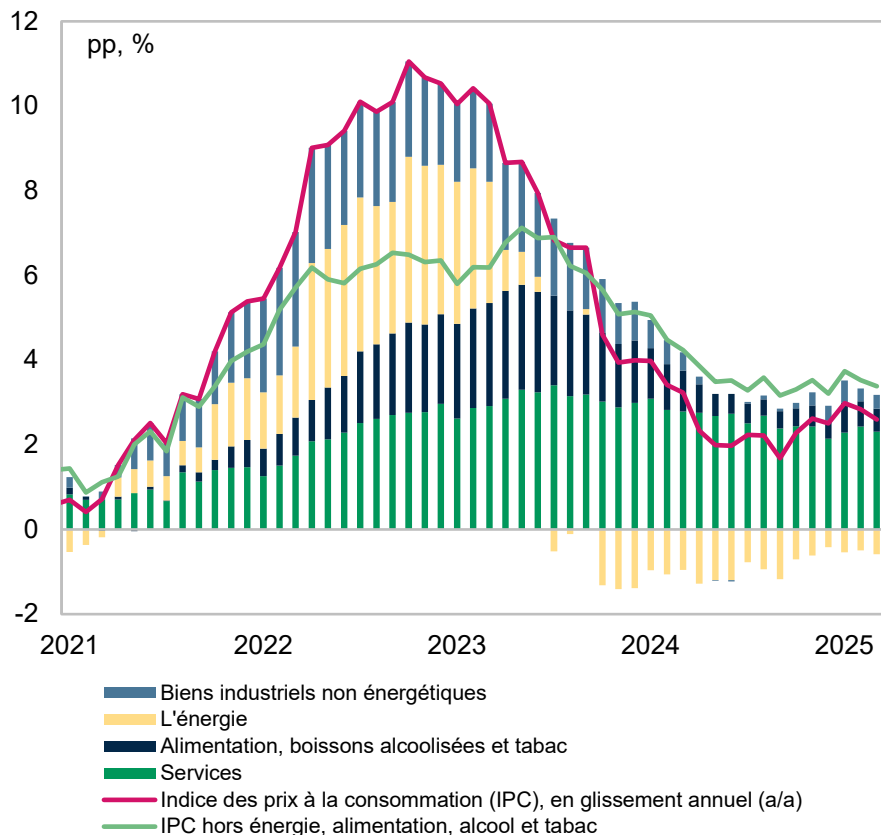
Autre facteur pesant sur les perspectives de consommation des ménages : les niveaux toujours élevés des taux d'intérêt. Selon le rapport sur la stabilité financière de la BoE de novembre 2024, près de la moitié des prêts immobiliers devraient subir des augmentations de leurs charges d'intérêts d'ici au T4-2027 : certains ménages ayant des prêts immobiliers à taux fixe devront refinancer leurs prêts à des taux plus élevés une fois qu'ils auront atteint leur terme.

Nous avons revu à la baisse les prévisions de croissance de la consommation privée. Croissance moins soutenue des salaires et accélération de l'inflation devraient se traduire par un ralentissement du revenu réel 2025. Le marché du travail devrait également se détériorer davantage sur fond de hausse des coûts salariaux et d'incertitude liée aux tarifs douaniers. **Nous avons révisé à la hausse nos prévisions de taux de chômage à 4,6% au deuxième trimestre et 4,7% au second semestre 2025, contre 4,4% au quatrième trimestre 2024.** Au total, après 0,6% en 2024, la croissance de la consommation des ménages en moyenne annuelle atteindrait 0,9% en 2025 et 1,4% en 2026 (contre 1,5% et 1,9% prévus trois mois auparavant pour 2025 et 2026 respectivement). Les risques autour de nos prévisions nous semblent équilibrés : la dégradation des perspectives économiques liée aux tarifs douaniers implique des risques baissiers, mais le taux d'épargne élevé et la croissance des salaires encore très forte pourraient soutenir la consommation des ménages plus que prévu.

MÉNAGES

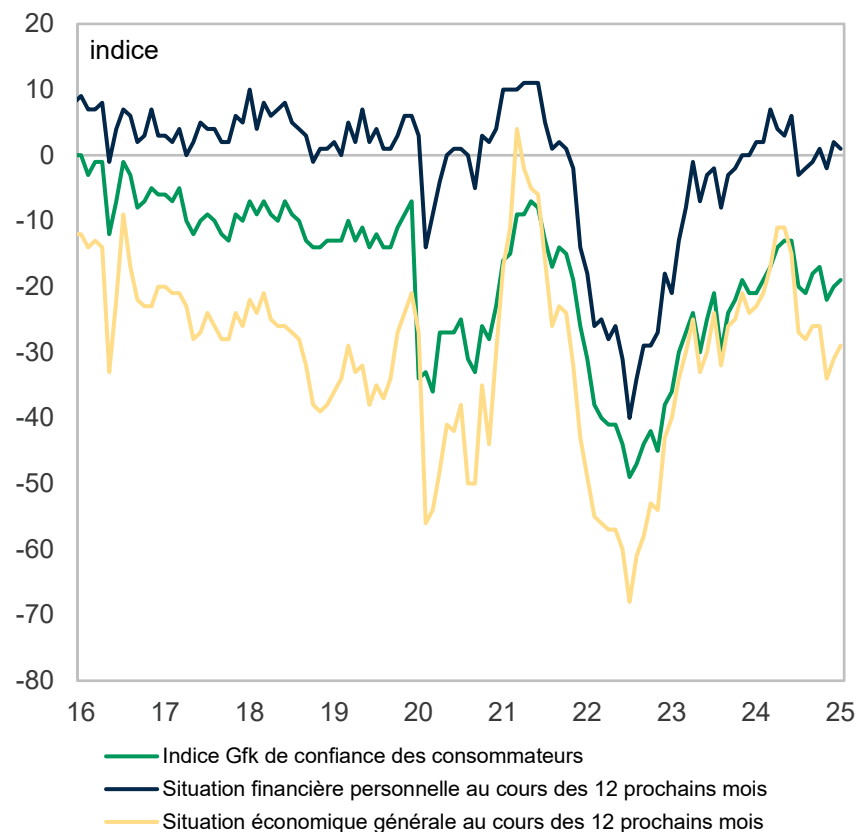
APRÈS LES CHOCS SUR LES PRIX ET LES TAUX D'INTÉRÊT, LES MÉNAGES RESTENT PRUDENTS

L'indice des prix à la consommation (CPI) a accéléré à 2,8% au T1-2025 contre 2,5% au T4-2024



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO

La confiance des consommateurs s'est reprise en mars mais reste mitigée

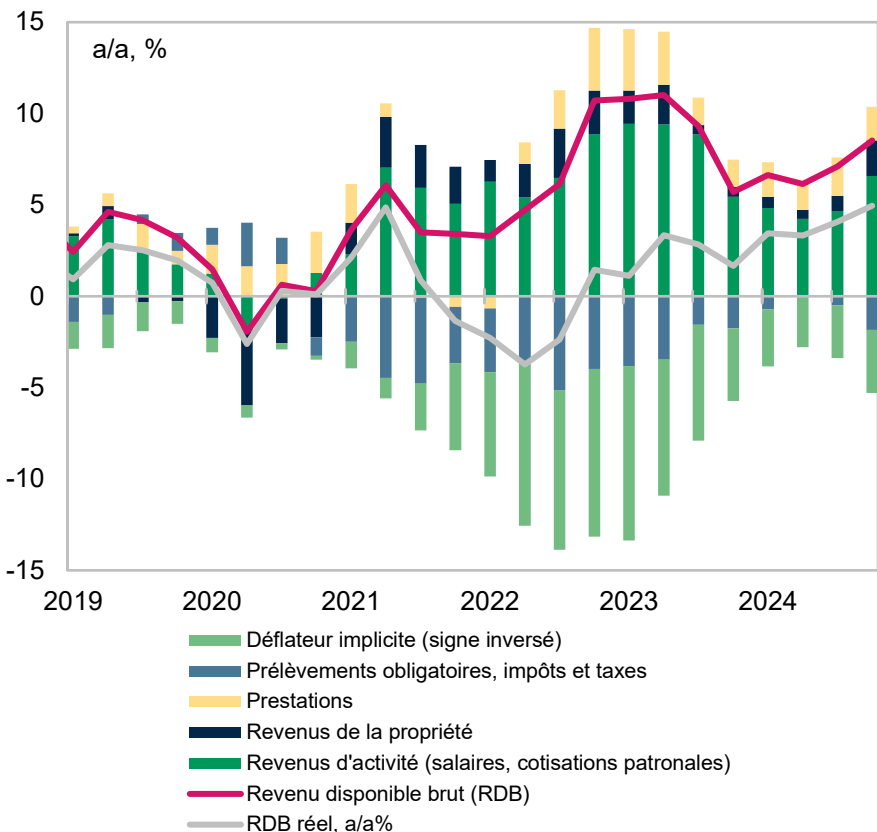


Sources : GfK, Crédit Agricole S.A./ECO

MÉNAGES

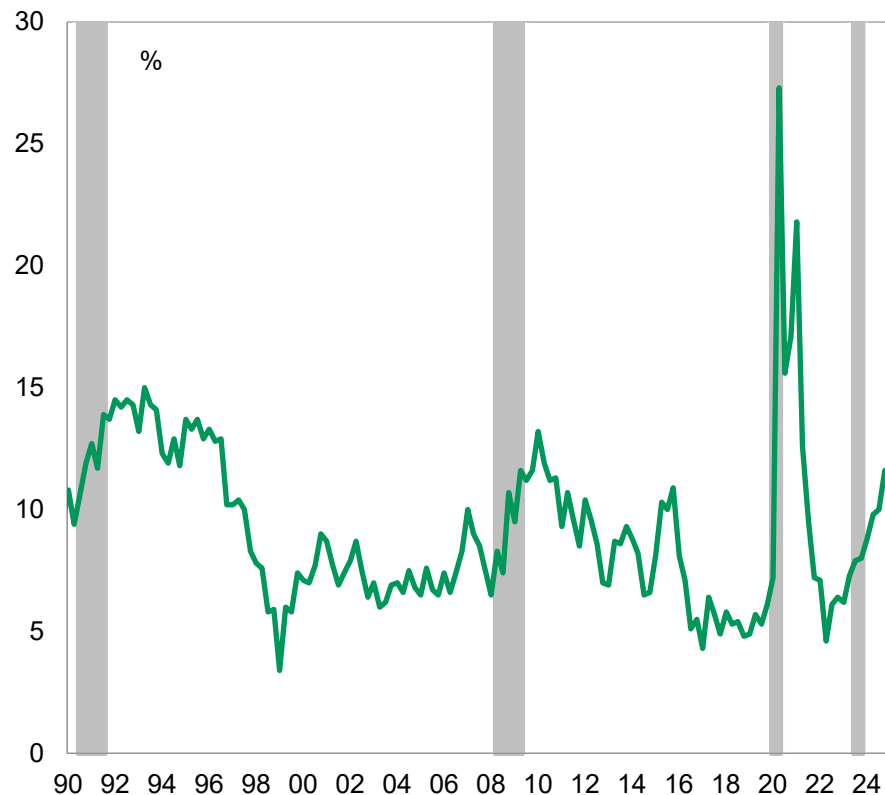
LES GAINS POURTANT SOLIDES DE POUVOIR D'ACHAT N'ONT PAS PROFITÉ À LA CONSOMMATION : LES MÉNAGES ONT AUGMENTÉ LEUR ÉPARGNE DE PRÉCAUTION

Les revenus réels continuent d'augmenter de manière significative



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO

Le taux d'épargne a atteint 12% au T4-2024, son plus haut niveau depuis la pandémie

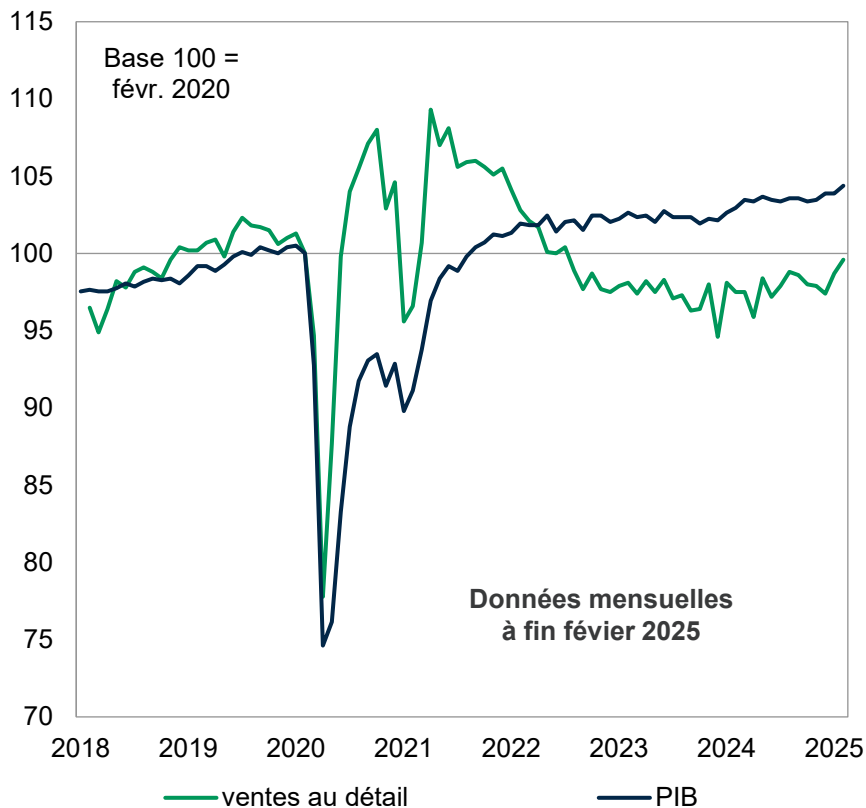


Sources : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO

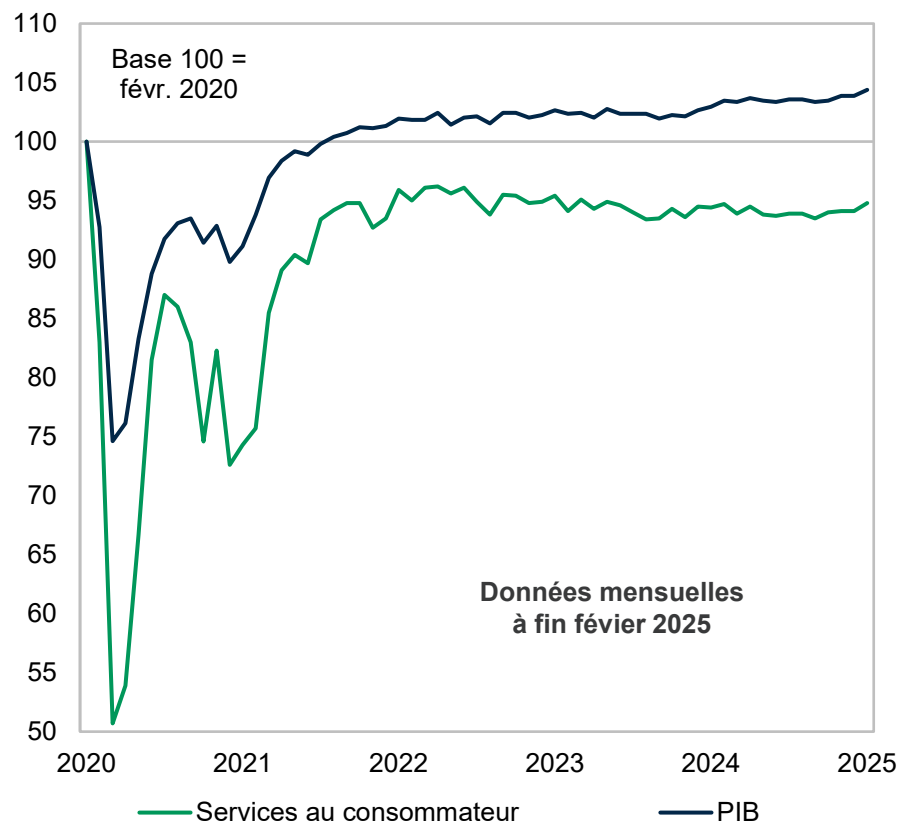
MÉNAGES

LES INDICATEURS AVANCÉS SUGGÈRENT UNE REPRISE, PROBABLEMENT TEMPORAIRE, DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES AU T1-2025

Les ventes au détail se sont redressées en janvier et février (effet d'acquis de 1,6% au T1)



Les services au consommateur progressent également au début de l'année

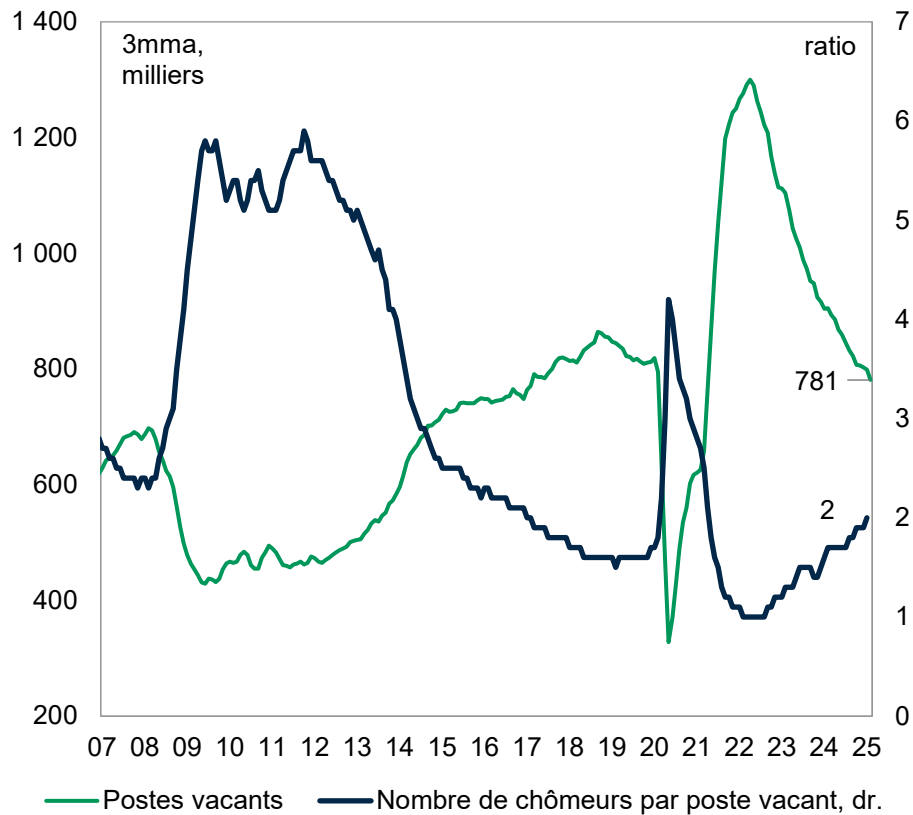


Sources : ONS, Crédit Agricole SA / ECO

MARCHÉ DE L'EMPLOI

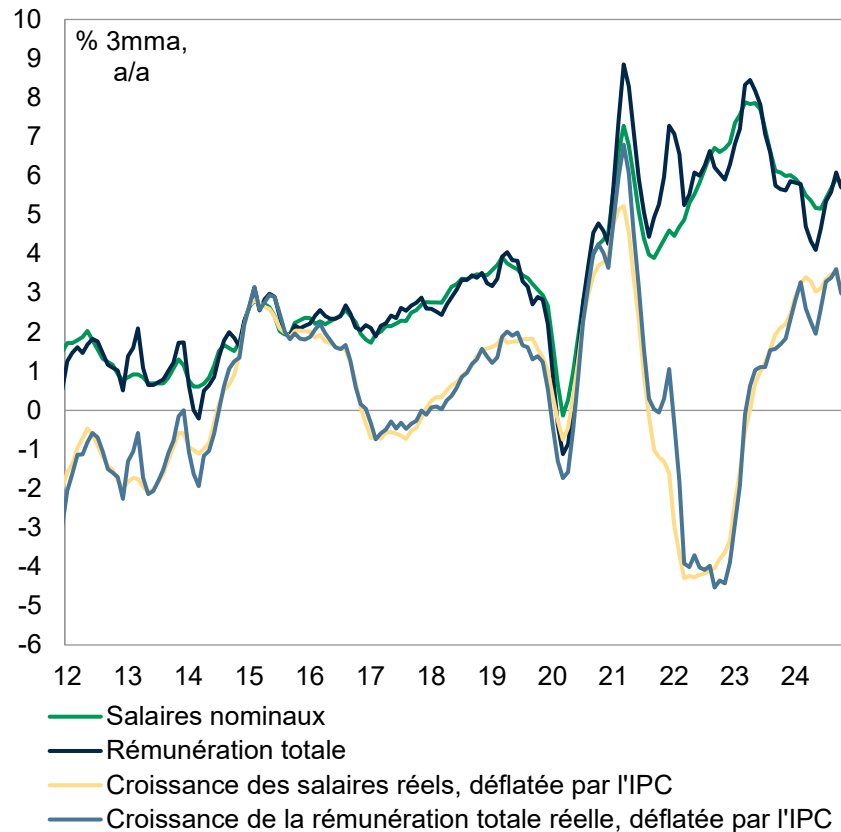
LE MARCHÉ DU TRAVAIL CONTINUE DE S'ASSOUBLIR

Les postes vacants repassent sous le niveau de la période pré-Covid



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO

La croissance des salaires nominaux et réels reste soutenue (proche de 6% et 3% respectivement)



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO

UNE POLITIQUE BUDGÉTAIRE RESTRICTIVE

DÉCLARATION DU PRINTEMPS : UN RETOUR EN ARRIÈRE SUR L'ASSOULISSEMENT BUDGÉTAIRE ANNONCÉ EN OCTOBRE DERNIER

Rachel Reeves, chancelière de l'Échiquier, a présenté sa déclaration de printemps à la Chambre des communes mercredi 26 mars. Face à la hausse inédite des incertitudes liées au contexte mondial et à la stagnation de l'économie britannique, les taux d'emprunt d'État à dix ans avaient fortement augmenté au cours des derniers mois pour atteindre 4,89% courant janvier, soit un plus haut depuis seize ans. Des recettes fiscales plus faibles que prévu et l'envolée des coûts d'endettement avaient plus qu'effacé la maigre marge de manœuvre dont le gouvernement disposait en octobre (0,3% du PIB ou 9,9 milliards de livres sterling) par rapport à sa règle budgétaire. **En annonçant des coupes budgétaires dans les prestations sociales et dans les dépenses courantes ainsi que quelques hausses d'impôts et de taxes supplémentaires, R. Reeves parvient à restaurer exactement la même marge de manœuvre qu'en octobre (avec une probabilité estimée à seulement 54%).**

Baisse des prestations d'invalidité

La mesure-phare de ce budget consiste à trouver des économies dans les prestations sociales à hauteur de 4,8 milliards de livres sterling à horizon 2029-2030, comprenant notamment des coupes records dans les prestations d'invalidité. L'objectif de la réforme est de créer des incitations à l'emploi pour ceux qui peuvent travailler, tout en protégeant ceux qui ne sont pas capables de retourner sur le marché du travail. Les mesures prévoient des changements des critères d'éligibilité aux prestations de santé et d'invalidité, tout en réhaussant l'allocation standard de 775 £ par an en termes réels et en prévoyant un plan pour l'emploi d'un milliard de livres sterling pour aider les personnes malades ou handicapées, dont l'état de santé le permet, de trouver un emploi.

Les réformes augmentent les dépenses de soutien de base (non liées à la santé) dans le crédit universel (*standard allowance in universal credit* ou UC) de 1,9 milliard de livres sterling par an, bénéficiant à environ 6,8 millions de familles à hauteur de 280 livres sterling par an chacune en moyenne. En

revanche, un durcissement des critères d'éligibilité au paiement de l'indépendance personnelle (*personal independence payment* ou PIP), qui est la principale prestation d'invalidité pour les personnes en âge de travailler, devrait permettre d'économiser 3,9 milliards de livres sterling par an sur les 800 000 personnes concernées. Le gouvernement a également annoncé des réductions de la composante santé du crédit universel, économisant 3 milliards de livres sterling par an sur 3 millions de personnes, et annulé les réformes du gouvernement précédent sur l'éligibilité des futurs demandeurs pour un coût de 1,6 milliard de livres sterling par an.

Hausse des dépenses dans la défense

À ces coupes s'ajoute une réduction de l'enveloppe globale des dépenses courantes ministérielles (de 3,6 milliards de livres sterling en 2029-2030). En revanche, les dépenses en capital sont augmentées (+4,4 milliards de livres sterling), en raison notamment d'augmentations des dépenses dans la défense. Plus spécifiquement, le gouvernement va augmenter les dépenses du ministère de la Défense de 2,2 milliards de livres cette année et de 3,1 milliards l'année prochaine, pour les porter à 2,5% du PIB en 2027 (contre 2,3% en 2024-2025 et un engagement de 2% au sein de l'Otan), soit trois ans plus tôt que prévu par le gouvernement conservateur précédent. Ces dépenses seront financées en partie par des coupes dans les aides à l'étranger. Le gouvernement a réaffirmé son ambition de porter les dépenses de la défense à 3% du PIB au cours des cinq prochaines années si « les conditions économiques et budgétaires le permettent ». Il serait toutefois difficile d'atteindre cet objectif sans d'autres hausses de la pression fiscale ou des économies supplémentaires : l'OBR estime le coût lié à un tel effort de réarmement à 17,3 milliards en 2029-2030.

Côté taxes et impôts, le gouvernement a annoncé quelques mesures de faible ampleur parmi lesquelles une hausse des taxes sur les visas et les passeports, qui devrait rapporter 2,2 milliards de livres sterling à l'État en 2029-2030.

DES FINANCES PUBLIQUES SOUS PRESSION

UN RATIO DE DETTE PUBLIQUE SUR PIB PRÉVU EN HAUSSE

Impact sur le PIB des politiques gouvernementales

Malgré la hausse de l'investissement en capital de 100 milliards de livres sterling annoncée dans le budget d'octobre 2024, l'impact sur le PIB de l'ensemble des mesures d'offre annoncées jusqu'à présent par le gouvernement devrait être légèrement négatif jusqu'en 2027-2028 inclus du fait de la hausse des contributions patronales effective le 1^{er} avril et de l'effet d'éviction sur l'investissement privé (via la hausse des taux d'intérêt). En revanche, l'impact des politiques serait non négligeable sur la croissance potentielle, estimé à +0,2% d'ici 2029-2030. C'est notamment grâce à la réforme du système de planification annoncée en décembre 2024 qui vise une accélération significative du rythme de construction annuel de logements (à plus de 305 000 ajouts nets de logements par an, soit un plus haut depuis quarante ans) et un investissement supplémentaire de 2 milliards de livres sterling dans les secteurs du logement social pour 2026-2027.

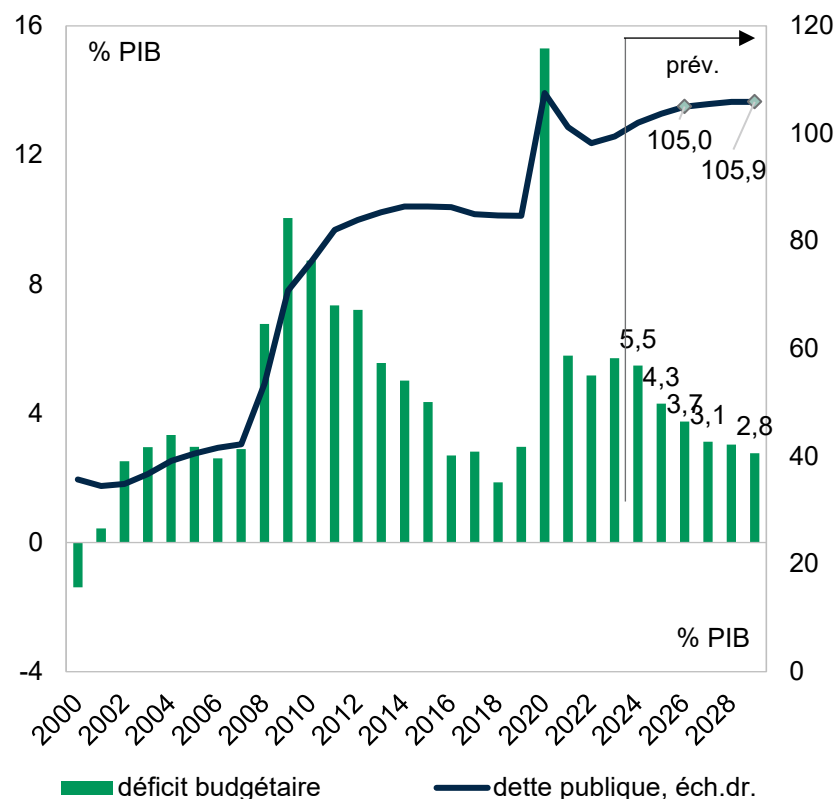
Détérioration des prévisions économiques

L'OBR (*Office for Budget Responsibility*) a acté la détérioration des perspectives économiques à court terme : la prévision de croissance de 2025 a été réduite de moitié, à 1% en moyenne annuelle, les prévisions d'inflation ont été révisées à la hausse (de +0,6 point de pourcentage à 3,2% pour le CPI), ainsi que celles du taux de chômage (+0,4 point de pourcentage à 4,5%). Les ménages connaîtront une progression moins forte que prévu de leurs revenus réels en dépit d'une croissance des salaires revue à la hausse. L'OBR estime qu'un tiers de la faiblesse de la croissance est dû à des facteurs structurels, notamment la faiblesse de la productivité, dont la trajectoire est revue à la baisse de 1,3% par rapport aux prévisions d'automne.

Un déficit budgétaire et une dette publique toujours plus élevés

Le déficit budgétaire (mesuré par l'emprunt net du secteur public) est revu à la hausse pour chacune des cinq années à venir (+0,4% à 3,9% en 2025-2026, +0,3% à 3,1% en 2026-27) de même que le ratio de dette publique sur PIB (dette nette du secteur public hors BoE) qui atteint désormais 95% en 2029-2030, contre 92% en 2025-2026.

Royaume-Uni : comptes publics*



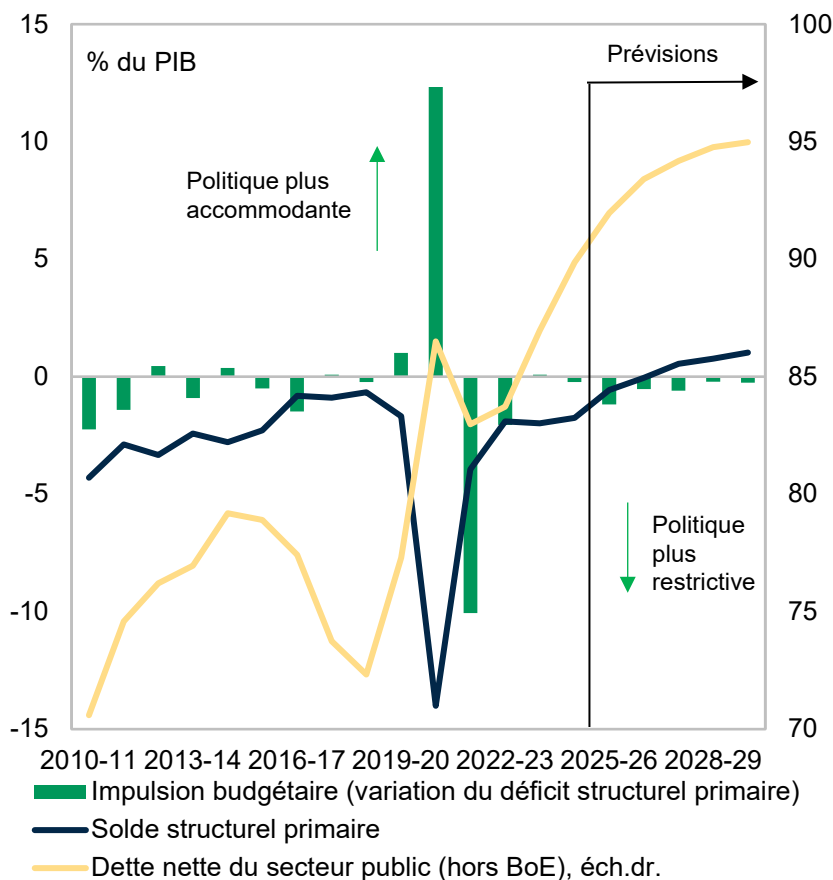
* Mesures au sens de Maastricht, permettant la comparaison internationale

Sources : OBR, Crédit Agricole SA / ECO

DES FINANCES PUBLIQUES SOUS PRESSION

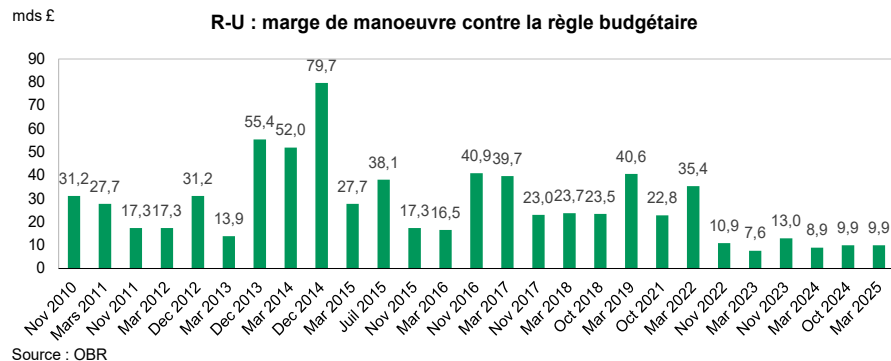
UN NOUVEAU TOUR DE VIS BUDGÉTAIRE SERA PROBABLEMENT ANNONCÉ EN JUIN

L'impulsion budgétaire restera négative sans parvenir à stabiliser le ratio de dette sur PIB



Sources : OBR EFO Mars 2025, Crédit Agricole S.A./ECO

Une marge de manœuvre historiquement faible par rapport à la règle budgétaire



Source : OBR

La politique budgétaire demeure restrictive et le gouvernement a opéré un léger resserrement avec ses dernières mesures de baisses des dépenses annoncées en mars.

Les prévisions de déficit structurel primaire ont été revues à la baisse (de 0,2% en moyenne par an au cours des deux prochaines années), soit une impulsion budgétaire légèrement plus négative que prévu précédemment. Le solde structurel primaire (-1,8% du PIB en 2024-2025) serait équilibré en 2026-2027 et excédentaire au cours des années suivantes.

Compte tenu de la faible marge de manœuvre laissée par les règles budgétaires, les risques d'un nouveau tour de vis budgétaire sont significatifs. Les comptes publics demeurent vulnérables, très sensibles à la moindre déception côté croissance, à des hausses des taux ou à une nouvelle révision à la baisse de la productivité.

Si ces risques venaient à se matérialiser, cela obligerait la chancelière à annoncer de nouvelles coupes dans les dépenses et/ou des hausses d'impôts et de taxes (le prochain événement budgétaire est la revue des dépenses multi-annuelle qui sera publiée le 11 juin prochain).

L'ASSOUPLISSMENT MONÉTAIRE POURRAIT ACCÉLÉRER

L'accélération de l'inflation à court terme maintient la BoE sur la défensive

Face à l'intensification des incertitudes, tant mondiales que domestiques, la BoE a laissé son taux directeur inchangé à 4,50% lors de sa dernière réunion du 20 mars. Huit membres ont voté en faveur du *statu quo* contre un seul pour une réduction de 25 points de base. Les minutes de la réunion ont souligné la hausse de l'incertitude autour du commerce mondial liée aux annonces de tarifs douaniers du président américain ainsi que la hausse des incertitudes géopolitiques et de la volatilité sur les marchés financiers. Toutefois, la BoE n'a pas encore pris en compte l'impact d'une hausse des tarifs douaniers de la part des États-Unis sur les importations de leurs partenaires commerciaux dans ses prévisions.

Sur le plan domestique, bien que les bons chiffres du PIB mensuel en décembre et en janvier aient conduit la BoE à réviser à la hausse sa prévision de croissance du PIB au premier trimestre (à +0,25% contre +0,1% prévu précédemment), la faiblesse des enquêtes de confiance indiquait une croissance toujours proche de zéro, à 0,1%, selon la BoE. Quant aux prix, l'inflation CPI a progressé légèrement plus que prévu par la BoE en janvier (à 3% contre 2,5% en décembre) et la BoE anticipe une accélération avec un pic à 3,7% au troisième trimestre. Le marché du travail n'est plus tendu : le ratio de postes vacants par chômeur est à son niveau d'équilibre et les enquêtes des difficultés de recrutement se sont normalisées. Les indicateurs de salaires suivis par la BoE ont continué de se modérer, tout en restant à des niveaux élevés et contrastant avec l'accélération des chiffres officiels de croissance des salaires publiés par l'ONS (à 5,9% en janvier pour l'économie totale, 6,1% dans le secteur privé). Cette divergence s'explique, selon la BoE, par des effets de composition et de volatilité dans certains secteurs.

En février, la *forward guidance* avait été modifiée et le mot « prudent » (ou « *careful* ») avait été ajouté à « graduel » pour qualifier l'assouplissement à venir : « **une approche graduelle et prudente de la poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire est appropriée** ». La principale justification de cette prudence est la hausse de l'inflation anticipée et la nécessité d'éviter que ne se matérialise le risque d'effets de second tour, notamment sur les salaires dont la croissance demeure élevée. Les anticipations d'inflation par les ménages et les entreprises ont augmenté, alors que la BoE doit maintenir les anticipations d'inflation à long terme ancrées à 2%.

Le MPC continuera de surveiller de près les risques de persistance de l'inflation et les signaux que l'économie envoie sur l'évolution de l'équilibre entre l'offre et la demande. La BoE envisage deux scénarios pour l'économie et pour la conduite de la politique monétaire : d'une part, un scénario où la demande faiblit plus que l'offre et conduit à des pressions inflationnistes plus faibles, ce qui nécessiterait une politique monétaire moins restrictive ; d'autre part, un scénario de persistance de pressions sur les prix et les salaires, avec l'émergence d'effets de second tour liés à la hausse de l'inflation à court terme, auquel cas la politique monétaire devra être plus restrictive. Face à ces deux scénarios, la BoE considère que « *la politique monétaire devra rester restrictive pendant suffisamment longtemps, jusqu'à ce que les risques autour d'un retour durable de l'inflation à l'objectif de 2% à moyen terme se soient davantage dissipés. Le Comité décidera du degré approprié de restriction de la politique monétaire à chaque réunion* ».

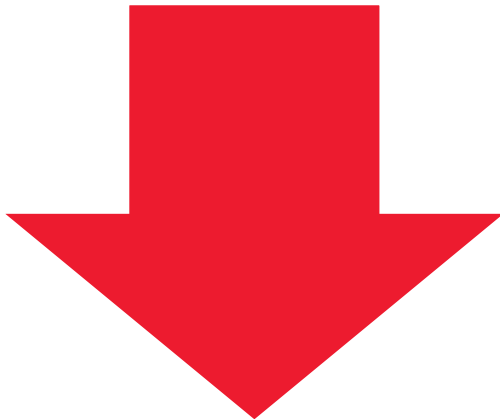
Nous continuons d'anticiper trois baisses de taux supplémentaires cette année, avec une baisse de 25 points de base par trimestre (100 pdb au total en 2025), ce qui porterait le taux directeur à 3,75% fin 2025. Cette trajectoire serait conforme à la nouvelle estimation de la BoE du taux d'intérêt réel d'équilibre à long terme (R^*). Au regard de différentes approches empiriques, la banque considère en effet que le R^* a augmenté de 25 à 75 points de base par rapport aux estimations publiées en 2018, lorsque le R^* était estimé entre 0% et 1% (2%-3% en nominal).

La BoE pourrait accélérer son rythme de baisses de taux au second semestre

Si la hausse des tarifs douaniers constitue un choc direct pour les entreprises qui exportent vers les États-Unis, de manière plus générale, une croissance mondiale revue à la baisse pèsera sur la demande adressée britannique, tandis que la confiance et la demande domestique, en particulier l'investissement, vont souffrir de l'incertitude élevée. Dans un contexte de marges sous pression, les entreprises ne sont pas en mesure de baisser leurs prix pour préserver leurs parts de marché. Des capacités de production excédentaires risquent d'apparaître. Le marché du travail, dont les perspectives se détérioraient déjà en lien avec la hausse des coûts salariaux mis en place par le gouvernement britannique en avril, s'assouplira davantage suscitant des baisses de l'emploi plus marquées. Une apparition de capacités non-utilisées sur le marché du travail pourrait inciter la BoE à réduire ses taux de manière plus agressive, en particulier si les anticipations d'inflation baissent, ce qui est probable au vu de la baisse des prix du pétrole.

RISQUES

UN RISQUE BAISSIER SUR LA CROISSANCE ET SUR L'INFLATION LIÉ AU RISQUE D'UNE RÉCESSION MONDIALE



Risques à la baisse pour l'activité

Incertitude liée à la politique commerciale américaine et impact sur la confiance et l'investissement

Risque d'imposition de tarifs réciproques par la Maison Blanche le 2 juillet prochain

Risque de net ralentissement de l'économie mondiale lié à la guerre commerciale

Resserrement des conditions financières et hausse des taux des *gilts*

Nouveau resserrement budgétaire au Royaume-Uni

Escalade des conflits géopolitiques et nouveau pic d'inflation, moins de baisses de taux par la BoE

Risques à la hausse pour l'activité

Le gouvernement *Labour* réussit à négocier rapidement un accord avec la Maison Blanche de suppression des droits de douane

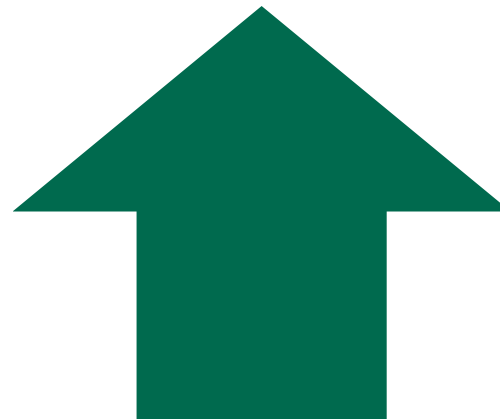
La trêve de 90 jours aboutit à des baisses des droits de douane pour la plupart des pays

Croissance plus forte que prévu aux États-Unis

Détente significative des conditions financières

Reprise rapide de la confiance, de l'investissement privé et de la consommation des ménages

Diminution des risques géopolitiques



LE SCÉNARIO EN CHIFFRES

PRÉVISIONS ROYAUME-UNI

Royaume-Uni	variation moyenne annuelle, %				variation trimestrielle, %											
	2023	2024	2025	2026	2024				2025				2026			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB (%)	0,4	1,1	0,9	1,4	0,9	0,5	0,0	0,1	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
consommation privée	0,5	0,6	0,9	1,4	0,7	-0,1	0,5	0,1	0,3	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
consommation publique	1,6	3,0	3,3	4,1	0,7	1,0	0,3	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
investissement	0,3	1,5	1,8	3,7	0,8	1,1	1,0	-0,6	0,6	0,4	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0
variations de stocks*	-0,9	0,2	0,8	0,0	-0,4	1,1	-0,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
exportations nettes*	0,3	-1,3	-1,9	-1,0	0,2	-2,5	1,0	-1,6	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Taux de chômage	4,1	4,3	4,6	4,7	4,4	4,2	4,3	4,4	4,4	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
Inflation (CPI, a/a%)	7,3	2,5	3,3	2,4	3,5	2,1	2,0	2,5	2,8	3,3	3,6	3,4	2,9	2,3	2,2	2,2
CPI sous-jacent (a/a%)	6,2	3,7	3,3	2,5	4,6	3,6	3,3	3,3	3,6	3,3	3,1	3,2	3,0	2,4	2,3	2,3
Compte courant (% PIB)	-3,5	-2,7	-2,2	-2,5	-2,3	-3,7	-1,7	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Déficit public (% PIB)	-6,0	-6,0	-4,1	-3,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% PIB)	100,4	101,3	103,0	104,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux directeur**	5,25	4,75	3,75	3,75	5,25	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75	4,50	3,75	3,75	3,75

* Contributions à la croissance du PIB

** Fin de période

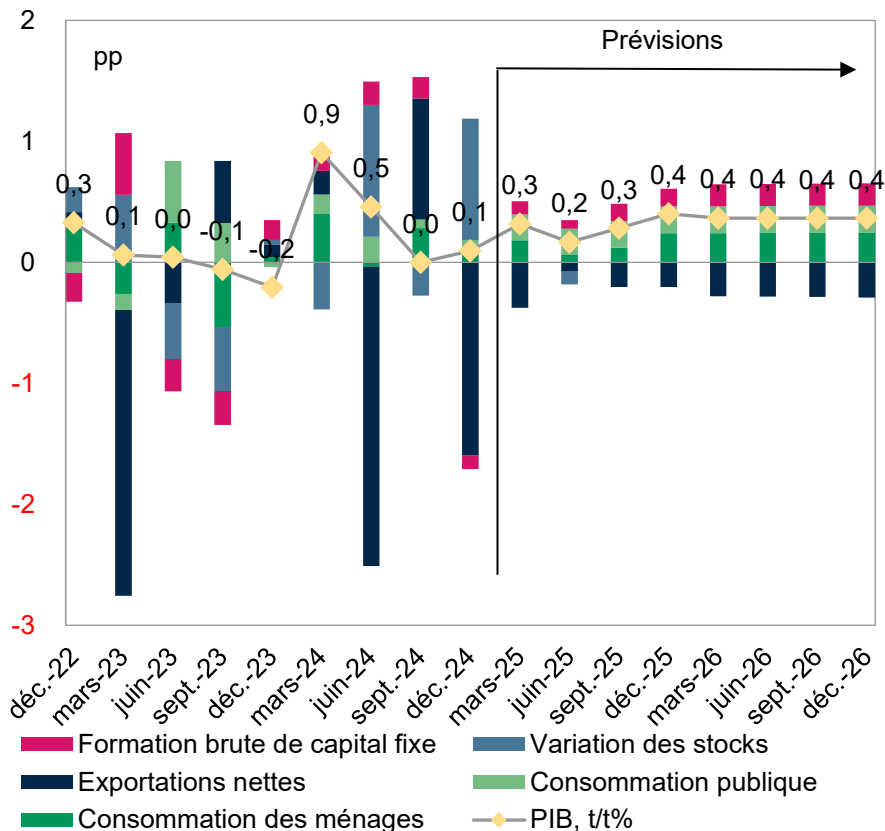
Sources : ONS, BoE, Crédit Agricole S.A./ECO

Prévisions arrêtées le 30/03/2025

LE SCÉNARIO EN IMAGES

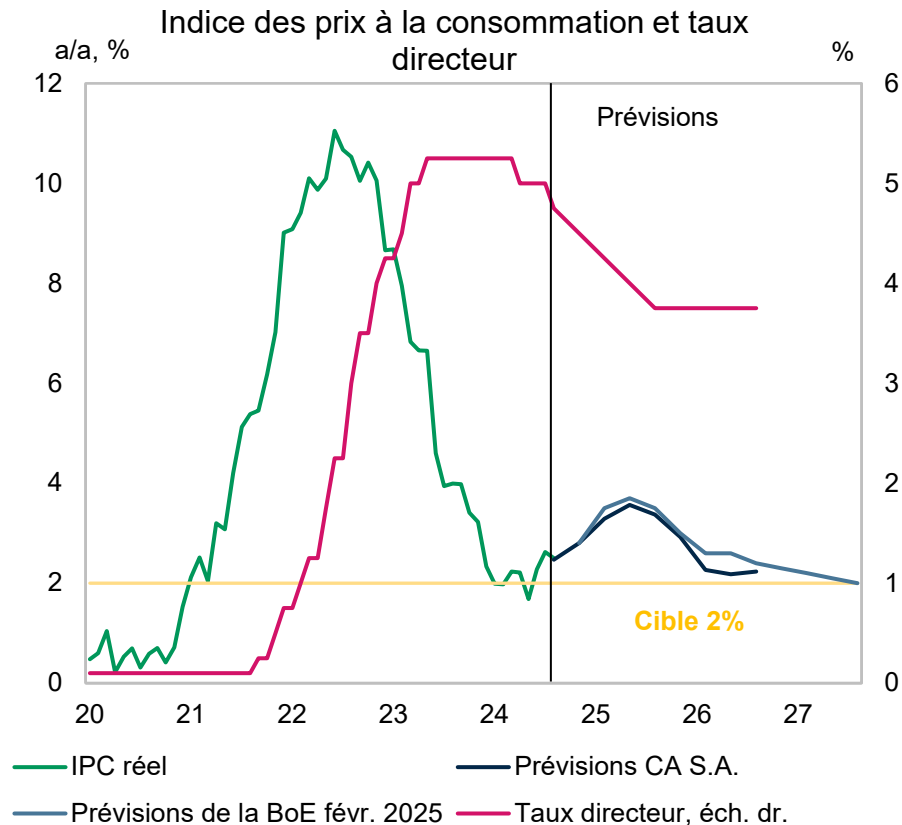
UNE CROISSANCE TIRÉE PAR LA DEMANDE INTÉRIEURE, UNE ACCÉLÉRATION DE L'INFLATION À COURT TERME

La croissance sera tirée par les ménages et l'investissement...



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A. / prévisions ECO

... grâce au repli de l'inflation et à l'assouplissement monétaire

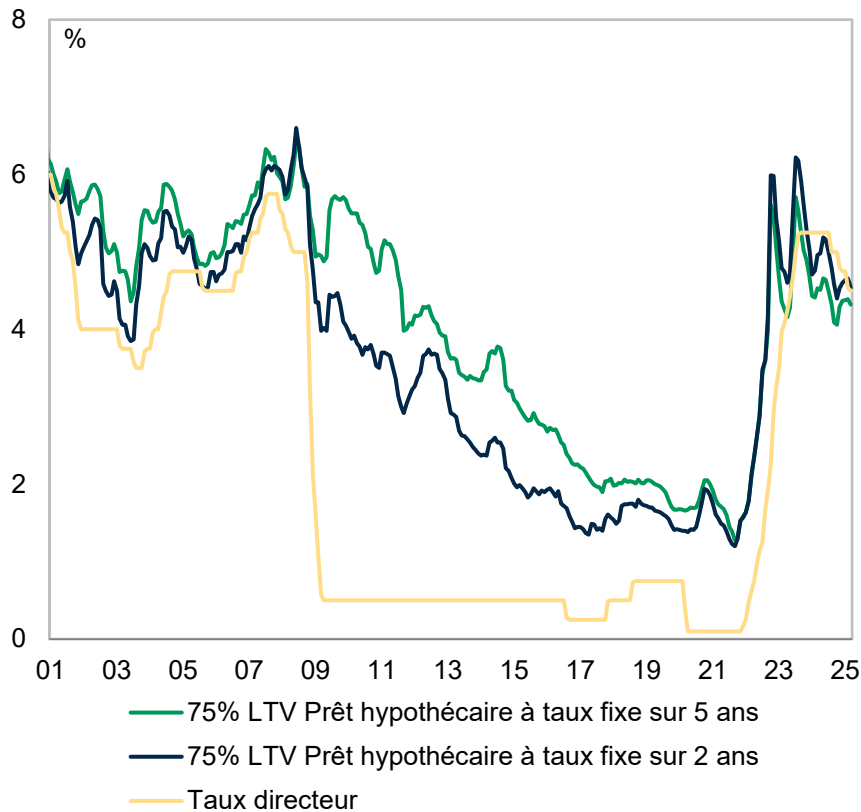


Sources : ONS, BoE Monetary Policy Report de février 2025, Crédit Agricole S.A./ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

L'IMPACT DES HAUSSES DE TAUX PASSÉES VA PERDURER

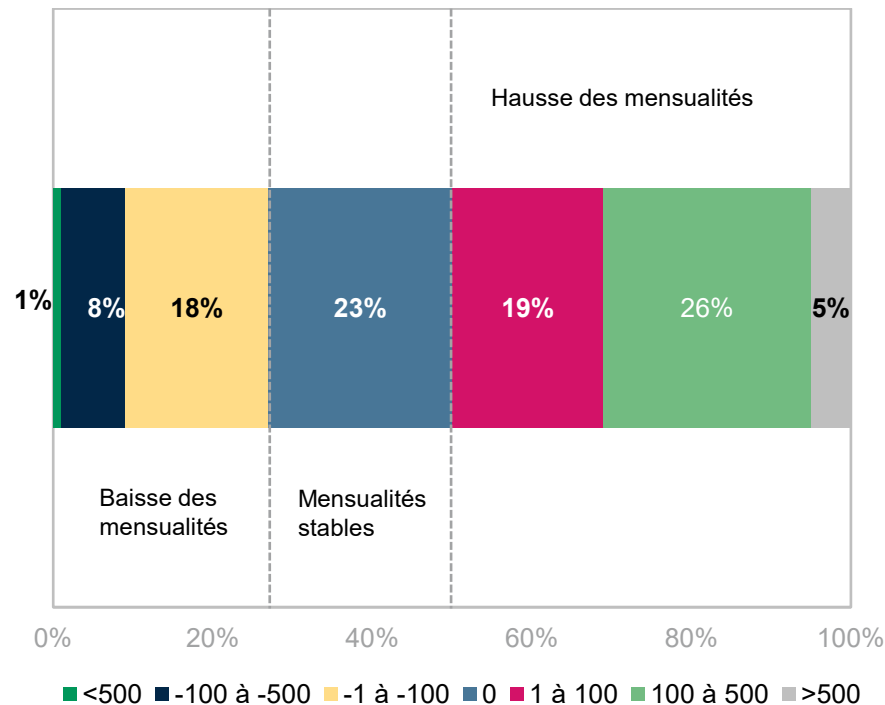
Les taux de crédit immobilier restent élevés



Sources : BoE, Crédit Agricole S.A. / ECO

La moitié du stock de crédits immobiliers devrait voir son coût augmenter au cours des 3 prochaines années

Proportion des crédits immobiliers accordés à des propriétaires-occupants en fonction de la variation estimée du coût de crédit mensuel, de décembre 2024 au T4-2027

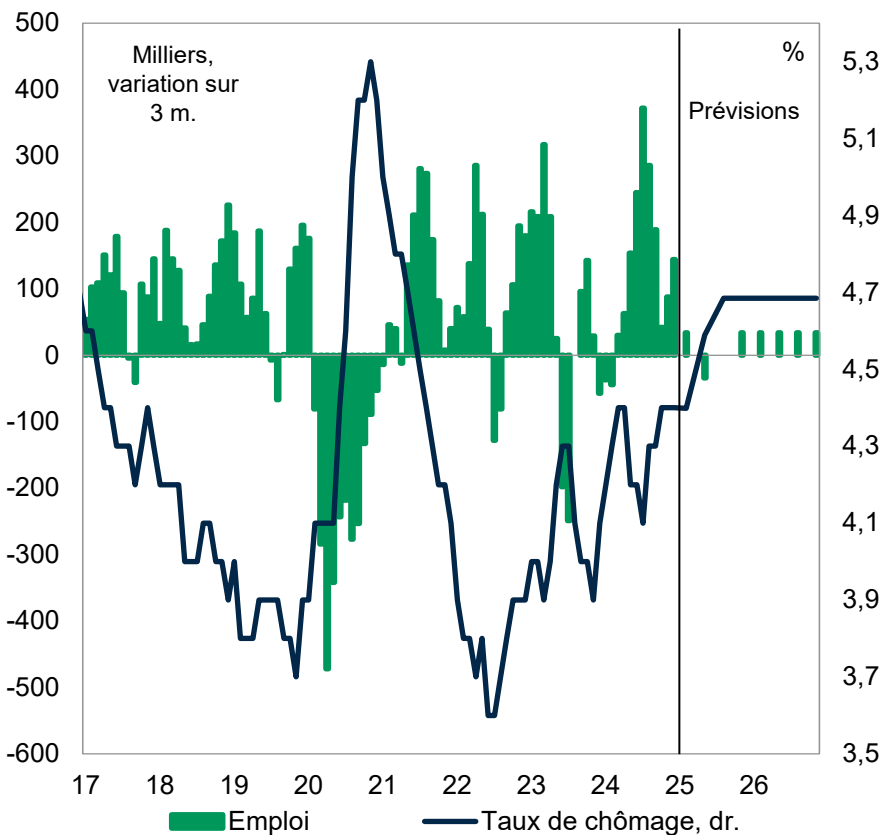


Sources : Rapport sur la stabilité financière de la BoE - novembre 2024, Crédit Agricole S.A. / ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

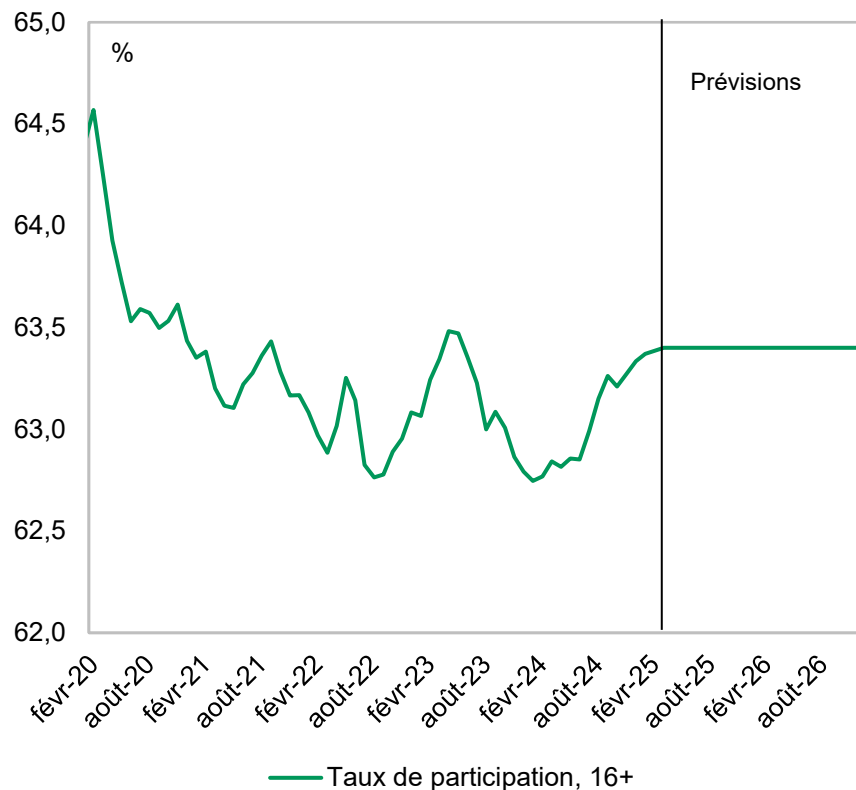
LE TAUX DE CHÔMAGE DEVRAIT AUGMENTER AU-DESSUS DE SON TAUX D'ÉQUILIBRE, ESTIMÉ À 4,5% PAR LA BOE

Nous anticipons un taux de chômage à 4,7% au cours de 2025, les risques sont orientés à la hausse



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO

Toute hausse supplémentaire du taux de participation, prévu stable, implique des risques haussiers sur le taux de chômage

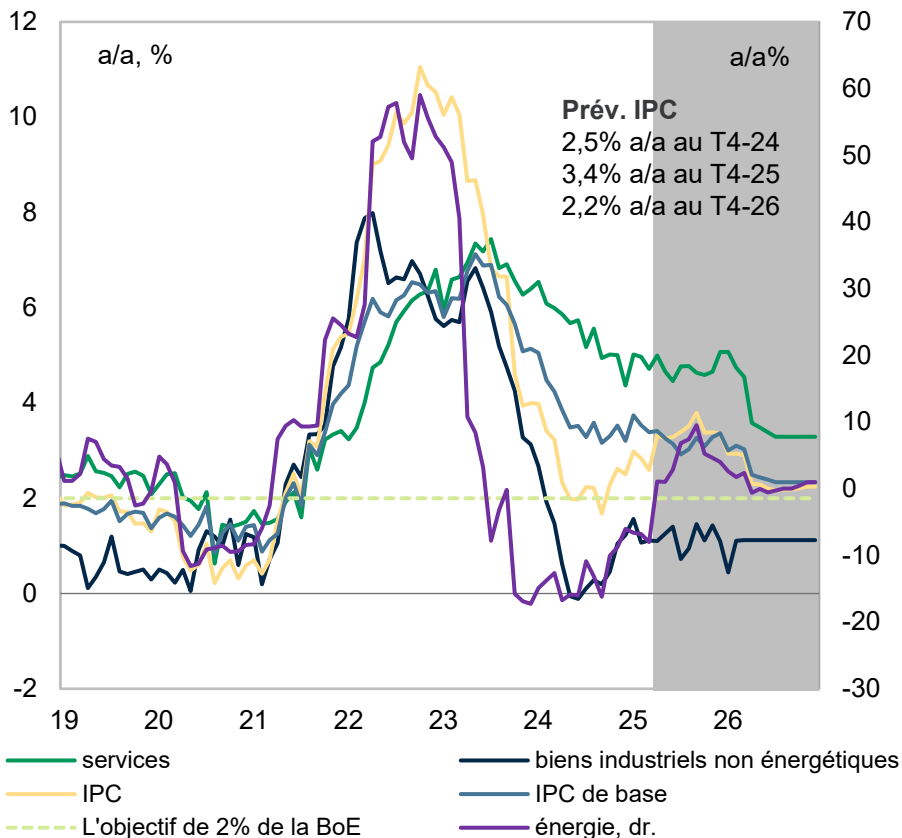


Sources : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

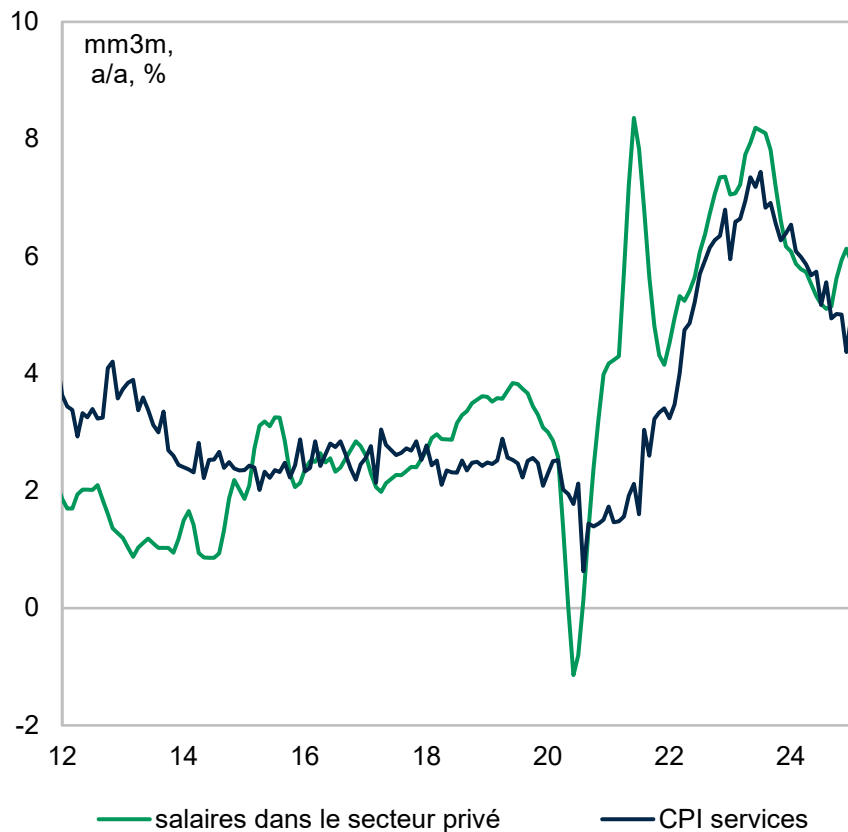
INFLATION : PIC À 3,8% EN SEPTEMBRE AVANT UNE DÉCÉLÉRATION GRADUELLE RISQUES DÉSINFLATIONNISTES À MOYEN TERME DE LA POLITIQUE COMMERCIALE DE TRUMP

L'inflation se maintiendra autour de l'objectif au cours de la période de prévision



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO.

Croissance des salaires et inflation des services : toujours trop élevées



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO : ONS, Crédit Agricole S.A./ECO.

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
23/04/2025	Zone euro : les créations comme les défaillances d'entreprises en forte baisse début 2025	Zone euro
23/04/2025	Italie – Scénario 2025-2026 : entre le marteau et l'enclume	Italie
18/04/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
17/04/2025	Fintech Outlook T1 2025 – La tempête au printemps	Banque, fintech
17/04/2025	Corée du Sud : incendies, loi martiale et droits de douane, l'année du Serpent bleu n'a pas démarré sous les meilleurs auspices	Asie
16/04/2025	Espagne – Scénario 2025-2026 : croissance dynamique sous ciel incertain	Europe
16/04/2025	Égypte – De nouveau face à sa pyramide de dette	Afrique et Moyen-Orient
15/04/2025	Bitcoin, les fermes de la discorde	Fintech, IT
14/04/2025	France – Hausse certes, mais légère, de la détention de titres de dette américaine par les Français	France
14/04/2025	Zone euro – Scénario 2025-2026 : entre nouvelles fractures et nouvelles convergences	Zone euro
11/04/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
10/04/2025	France – Placements : comment les ménages français ont-ils utilisé leur épargne en 2023 et 2024 ?	France
08/04/2025	France – Le nombre d'entreprises économiquement actives bondit de 42% entre 2014 et 2022	France
08/04/2025	Asie – Le tsunami Trump a frappé	Asie
07/04/2025	Liberation day – Premières conclusions	Monde
07/04/2025	Union européenne – Le D-Day d'une réciprocité arbitraire	Union européenne
04/04/2025	Monde – Scénario 2025-2026 : le temps des paris	Monde
04/04/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
03/04/2025	Indonésie : le décrochage des marchés, signal d'une économie en plein doute	Asie
03/04/2025	Moyen-Orient – Viens à la maison ! La course aux IDE dans le Golfe	Moyen-Orient
02/04/2025	Espagne – Le plan de relance toujours en retard	Zone euro
02/04/2025	Royaume-Uni – Une déclaration du printemps douloureuse pour les souffrants	Royaume-Uni

Slavena Nazarova

+33 1 43 23 21 40 

slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr



**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.