

FACE AU RISQUE STAGFLATIONNISTE

Après une bonne performance en 2025, l'économie britannique subira en 2026 les conséquences de sa dépendance aux matières premières importées, avec peu de marges de manœuvre budgétaire pour y faire face. La croissance du PIB tomberait à 0,7%. L'inflation resterait durablement au-delà de la cible de 2% fixée par la Banque d'Angleterre (BoE) avec 3,6% en 2026 et 3,3% en 2027 (mais cette prévision dépendra de l'ampleur et de la durée du conflit). La demande est néanmoins nettement moins dynamique qu'en 2022, ce qui devrait limiter les effets de second tour. Toutefois, la BoE devrait réagir. Selon nos prévisions, elle relèverait son taux directeur de +25 pb au T2 puis au T3 ; elle devrait l'abaisser ensuite en 2027. Aux prises avec un déficit commercial structurel et la remise en cause de sa relation commerciale « spéciale » avec les États-Unis, le Royaume-Uni devrait poursuivre son rapprochement stratégique avec l'Union européenne.

CROISSANCE : VULNÉRABILITÉ À UNE AUGMENTATION DU PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

En 2025, la croissance du PIB a accéléré avec +1,4% (après +1,1% en 2024), soutenue par la consommation privée (contribution de +1pp) et l'investissement (0,8pp) public et privé (dans le numérique et les nouvelles technologies), tandis que la balance commerciale s'est détériorée. Toutefois, après un très bon début d'année, les performances se sont étiolées : la croissance a atteint 0,1% t/t au T4 et l'investissement privé s'est replié, dans un contexte de forte incertitude (facteur limitant la production pour les deux tiers des entreprises, selon l'enquête CBI).

Alors que le bon niveau des enquêtes de conjoncture au T1 2026 et les premiers chiffres de la croissance mensuelle pouvaient laisser présager une reprise (PMI manufacturier et services en zone d'expansion), le choc énergétique de la guerre en Iran devrait peser. Le coût des intrants et les délais d'approvisionnement se sont fortement tendus. En 2026, le soutien à la croissance proviendrait en premier lieu de la hausse des dépenses publiques prévues au budget. Toutefois, le Royaume-Uni apparaît parmi les pays européens les plus exposés à une hausse du prix des matières premières (faible niveau des stocks de gaz notamment). Or, le niveau du déficit public et les tensions à la hausse sur les taux longs limitent la capacité des finances publiques à soutenir le pouvoir d'achat des ménages. La croissance du PIB devrait donc être affectée (-0,3 pp par rapport à notre scénario initial).

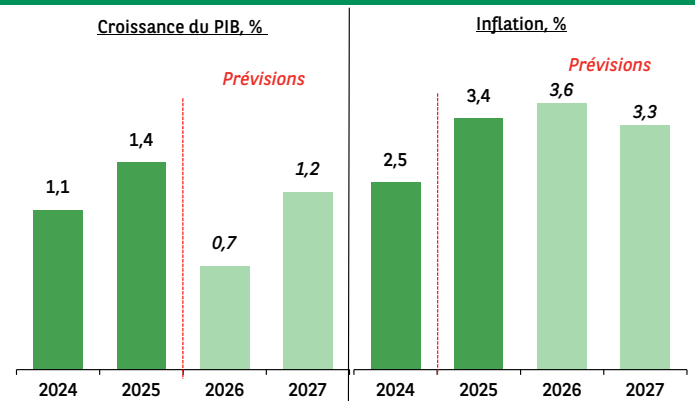
DÉTÉRIORATION DU MARCHÉ DU TRAVAIL

Le taux de chômage a augmenté pour atteindre 5,2% en novembre 2025 (+1,6 pp par rapport au point bas de juin 2022), niveau autour duquel il tend à se stabiliser. La dégradation est marquée chez les jeunes avec un taux de chômage à 16% en décembre 2025 (+6,3 pp depuis juin 2022). Le nombre de postes vacants est tombé à 721 000 en février 2026, soit une baisse d'environ 45% depuis début 2022, tandis que le ratio de chômeurs par poste vacant est remonté à 2,6.

Les développements géopolitiques récents ont ajouté un facteur d'incertitude supplémentaire. Les enquêtes KPMG/REC font état d'un recul des recrutements (permanents et temporaires), tandis que les PMI récents signalent une légère contraction de l'emploi dans le secteur privé.

L'augmentation du chômage et la dégradation de la compétitivité britannique (hausse des salaires plus rapide que dans les pays européens) ont commencé à peser sur les salaires. Leur croissance a nettement ralenti : les salaires hebdomadaires hors bonus ont progressé de +3,5% sur un an en février 2026 (+3,7% incluant les bonus), contre +5,7% (+5,9%) un an plus tôt, soit un plus bas depuis la période post-Covid. La tendance devrait se poursuivre avec une croissance des salaires qui devrait repasser sous l'inflation (cf. graphique 2).

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

REBOND DE L'INFLATION : TEMPORAIRE ?

Nous estimons l'inflation à 3,3% a/a en mars (+0,3 pp par rapport à février). Selon notre scénario, elle augmenterait davantage pour s'approcher du seuil de 5% a/a en janvier 2027. Et, alors que le glissement annuel de sept composantes sur douze dépassait encore 3% en février 2026, l'inflation sous-jacente serait aussi tirée vers le haut et dépasserait de nouveau 4% d'ici à la fin d'année selon nos prévisions. La hausse des prix de l'énergie explique ce rebond de l'inflation. Alors que les énergies fossiles (presque exclusivement le pétrole et le gaz) dominent son mix énergétique (près de 76% en 2024), le pays importe près de 70% de son gaz ; pour le pétrole, si la production couvre environ 55% des besoins, la quasi-totalité (95%) des carburants utilisés ont transité par une étape d'importation. Le pays est, en outre, pénalisé par le faible niveau de ses stocks. Ils couvrent moins de 2 jours de consommation nationale moyenne pour le gaz (à la date de notre achevé de rédiger, en lien avec ses faibles capacités de stockage), et sont limités aux obligations de réserves minimales de l'Agence internationale de l'énergie pour le pétrole.

Nous anticipons toutefois un pic d'inflation plus modéré qu'en 2022. Le contexte est moins propice aux effets de second tour : la période de rattrapage post-covid est derrière nous, le marché du travail s'est assoupli, les conditions financières sont plus restrictives et le soutien budgétaire direct reste marginal et ciblé.



POLITIQUE MONÉTAIRE : LE RESSERREMENT SERA DIFFICILE À ÉVITER

Les perspectives de politique monétaire ont connu un changement à 180°, passant d'un assouplissement en cours avant le conflit en Iran à la perspective d'un resserrement. Après un bref retour à la cible de la BoE en 2024, l'inflation a ensuite connu un regain et ne devrait pas revenir à la cible à moyen terme. Les anticipations d'inflation (enquête de la BoE auprès des entreprises) rebondissent à 3,5% à 12 mois (+0,5 point m/m). La BoE a donc durci son discours au terme de sa réunion de politique monétaire de mars.

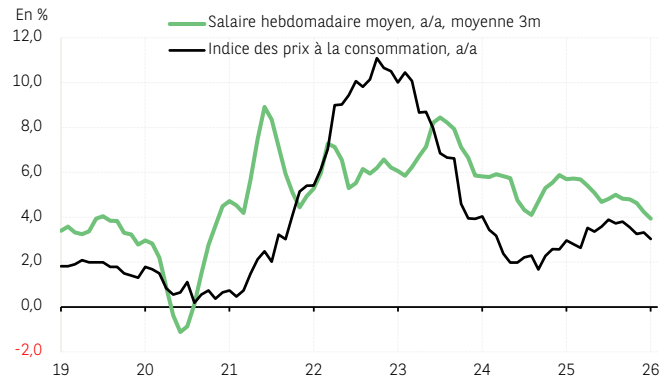
Si la BoE poursuit son resserrement quantitatif, elle en a ralenti le rythme et a modifié la répartition des ventes en septembre 2025 pour limiter la pression sur le marché des Gilts et alléger celle sur la partie longue de la courbe des taux. Le stock de Gilts détenus dans l'Asset Purchase Facility (APF) devrait atteindre GBP 488 mds fin septembre 2026 (vs GBP 895 mds en février 2022, soit -45%). Contrairement à d'autres banques centrales, la BoE ne se limite pas aux maturités arrivant à échéance mais revend activement ses titres sur le marché secondaire. La décision annuelle sur le rythme du QT pour l'année suivante (octobre 2026-septembre 2027) devrait être prise en septembre 2026.

DES FINANCES PUBLIQUES SANS MARGE DE MANŒUVRE

Dans sa Spending Review de 2025, le gouvernement visait une réduction graduelle du déficit public, via une hausse de ses rentrées fiscales (gel des seuils d'imposition et augmentation des cotisations employeurs : GBP +28 mds d'ici 2029-2030) combinée à une progression maîtrisée des dépenses. Toutefois, cette trajectoire pourrait être impactée par le choc énergétique en cours. Pour le moment, le gouvernement britannique s'est limité à des mesures ciblant les ménages les plus vulnérables et les entreprises les plus intensives en énergie, pour un coût budgétaire très modéré (inférieur à 0,01 % du PIB en 2026 et 2027). Cela reflète des marges de manœuvre limitées, d'autant plus que les marchés manifestent une sensibilité accrue aux développements des finances publiques du Royaume-Uni. Depuis le début de la guerre en Iran, le marché des Gilts a été particulièrement chahuté avec une hausse des rendements obligataires la plus marquée des économies avancées à ce jour. Si la maturité moyenne de la dette est relativement longue (13,8 ans), près de 11% de l'encours total doit être refinancé cette année, et sera directement exposé à la remontée des taux. En outre, environ 24% de la dette est indexée sur l'inflation, ce qui accroît mécaniquement la sensibilité de la charge d'intérêts à l'inflation. Selon nos prévisions, la charge d'intérêts augmenterait d'environ 0,4 point de PIB en 2026 si les taux obligataires se stabilisent à leur niveau actuel (4,8% pour les rendements à 10 ans, +50 pb en six semaines).

En tenant compte des nouvelles prévisions de croissance et d'inflation, le ratio d'endettement continuerait d'augmenter dans les années à venir (de +2,5 pp à 104,8% en 2026, après 102,3 en 2025 et 99,8% en 2024). Une consolidation plus lente des finances publiques et/ou une remontée plus prononcée du service de la dette retarderaient sa stabilisation, que nous anticipons à l'horizon de la fin de la décennie (voir notre analyse). Dans ses prévisions publiées en mars, l'*Office for Budget Responsibility* anticipait un respect des objectifs que le gouvernement s'est fixés : un budget courant à l'équilibre et une baisse de la dette nette publique en pourcentage du PIB d'ici la fin du mandat (en août 2029). La marge de manœuvre budgétaire (*fiscal headroom*) plus importante que prévu, dont le gouvernement disposait en début d'année (grâce à des recettes fiscales plus dynamiques), pourrait permettre de tenir la cible de déficit pour 2026 malgré l'effet de la baisse de la croissance du PIB sur les finances publiques, mais probablement pas de mettre en œuvre un soutien conséquent à l'économie.

La croissance des salaires nominaux se rapproche de l'inflation



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ONS, MACROBOND, BNP PARIBAS

COMMERCE EXTÉRIEUR : VERS UN RAPPROCHEMENT ACCÉLÉRÉ AVEC L'UE

La balance commerciale du Royaume-Uni reste structurellement déficitaire (de GBP 37 mds en moyenne depuis 2017, soit -1,4% du PIB). Le déficit sur les biens (surtout l'énergie, l'alimentation, les véhicules et les machines), qui est partiellement compensé par l'excédent enregistré dans les services, devrait se creuser en raison de la hausse des prix de l'énergie. Le Royaume-Uni pourrait, en outre, perdre les avantages négociés dans le cadre de l'accord commercial bilatéral avec les États-Unis le 8 mai 2025 (*Economic Prosperity Deal*, EPD) alors qu'il s'agit de son premier marché national à l'exportation (15,6% des biens), une position renforcée depuis le Brexit. Après l'invalidation, par la Cour suprême, des mesures fondées sur l'IEEPA, un tarif global de 10% sur les importations américaines a été instauré pour une durée de 150 jours, soit jusqu'au 24 juillet prochain. Les dispositions sectorielles de l'EPD sont temporairement maintenues dans l'attente des résultats des négociations en cours entre les deux pays.

Le rapprochement avec l'Union européenne ouvre des perspectives favorables pour l'industrie britannique, qui pourrait tirer parti du réarmement et de la réindustrialisation de l'UE. Celle-ci demeure son principal partenaire commercial (41% des exportations et 49% des importations), avec un déficit récurrent (de GBP 89 mds en 2025). La participation au programme SAFE reste en discussion. S'agissant de l'*Industrial Accelerator Act*, les entreprises britanniques devraient en bénéficier automatiquement en raison de leur statut de partenaire de confiance, sous réserve toutefois que les négociations législatives n'en restreignent pas les conditions d'accès.

Enfin, le gouvernement britannique prépare un projet de loi pour permettre un alignement réglementaire automatique sur les évolutions futures des règles de l'UE dans les domaines couverts par les accords négociés (pour l'heure limités aux normes sanitaires et phytosanitaires, au marché du carbone et au commerce de l'électricité). Le projet de loi, qui vise à faciliter le commerce et réduire les barrières post-Brexit, devrait être présenté au Parlement britannique cette année.

Marianne Mueller

Achévé de rédiger le 16 avril 2026



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change