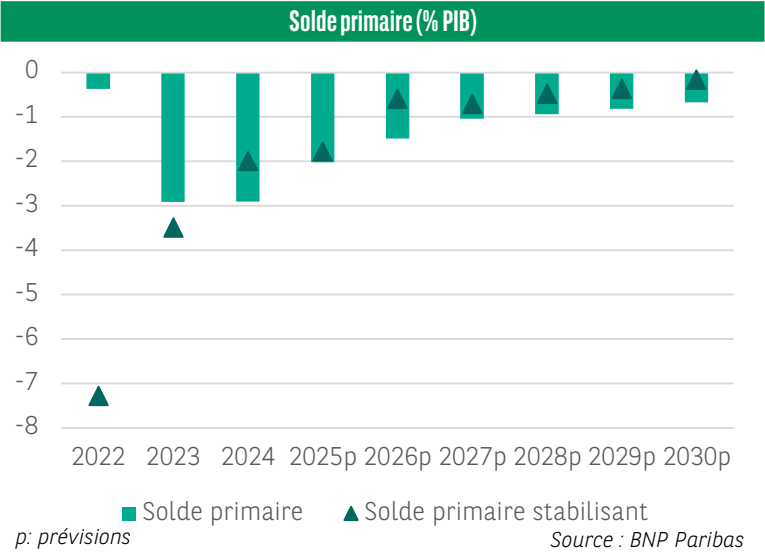
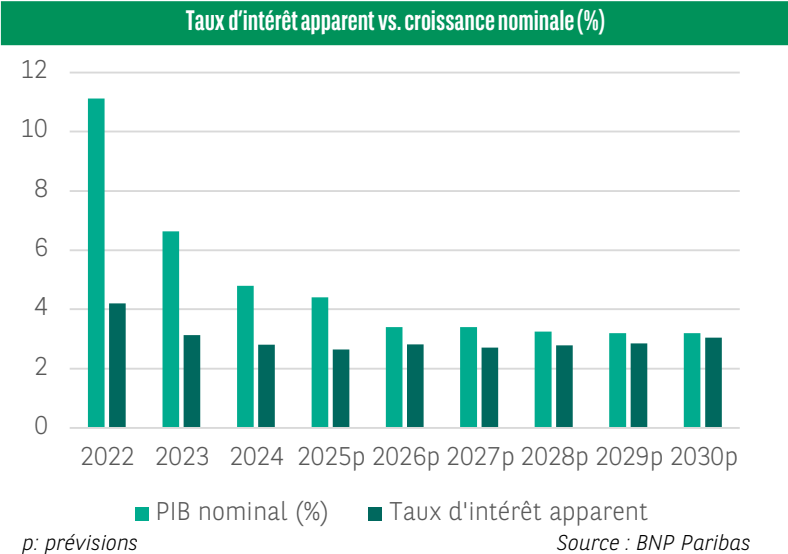


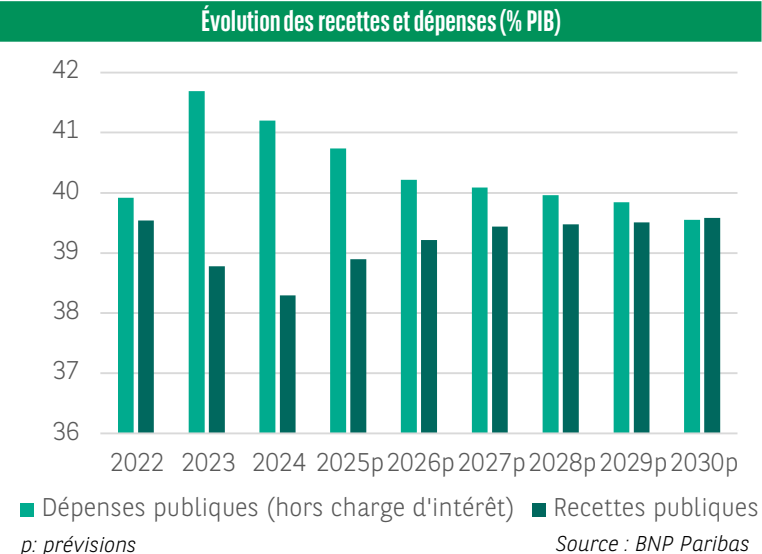
ROYAUME-UNI : trajectoire d'endettement maîtrisée mais risques à la hausse importants (1)



Le solde budgétaire primaire s'est progressivement redressé post-Covid, soutenu principalement par l'amélioration de la croissance, mais il reste élevé comparativement au reste de l'Europe. Néanmoins, les ajustements structurels ont été importants en 2025, notamment du côté des recettes. Cette dynamique devrait se poursuivre en 2026 (les contours du budget 2026 seront dévoilés le 26 novembre prochain lors du discours d'automne de Rachel Reeves). **Dans l'hypothèse que la consolidation se poursuive (guidée par le respect des règles budgétaires), le solde primaire reviendrait à l'équilibre à horizon 2030**, améliorant la soutenabilité des finances publiques. En effet, le solde primaire atteindrait alors un niveau qui autorisera une stabilisation de la dette publique à cet horizon.



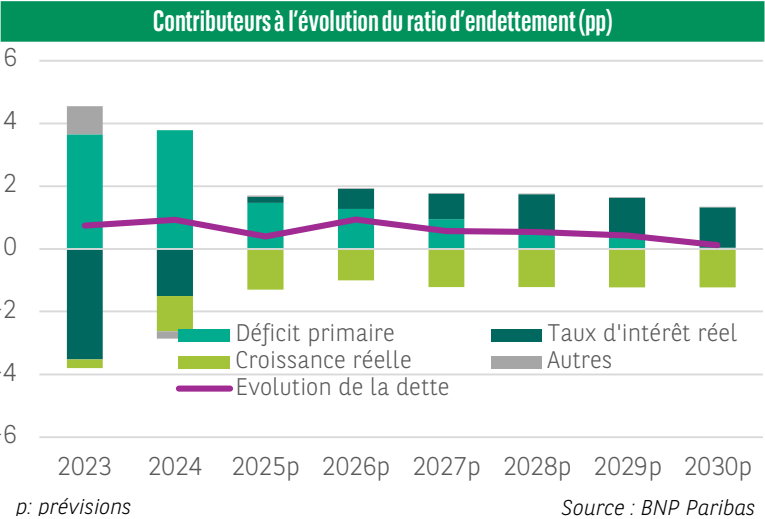
Le recul progressif de l'inflation vers la cible des 2% (horizon 2028), ainsi que le rythme de croissance de l'activité assez limité réduiront l'effet amortisseur sur la **dynamique d'endettement**. La croissance du PIB réel se renforcerait légèrement à 1,3% en 2025, suivie d'un ralentissement à 1,0% en 2026. La croissance se stabiliserait ensuite à son rythme potentiel (1,2%). Le taux d'intérêt apparent, pour sa part, se stabilisera entre 3,0%-3,2% sur l'horizon de projection (l'effet de la hausse des taux d'intérêt à taux fixe sera compensé par le recul de l'inflation, 24% de la dette y étant indexée).



À horizon 2027, nous anticipons que le plus gros de l'ajustement budgétaire se fera par les recettes, notamment avec la poursuite de la hausse de certaines taxes. Par la suite, l'équilibre de l'ajustement budgétaire entre recettes et dépenses sera mieux réparti afin de ne pas trop obérer l'activité à l'approche des élections législatives en 2029. Les recettes en part du PIB progresseraient ainsi de 1,2 point de PIB entre 2024 et 2027, puis de 0,3 pp à la fin de la décennie. Les dépenses publiques (hors charge d'intérêts) reculeraient en proportion du PIB dans une moindre ampleur en 2024-2027 (-0,8 pp) avant un recul additionnel de 0,6 pp à horizon 2030.

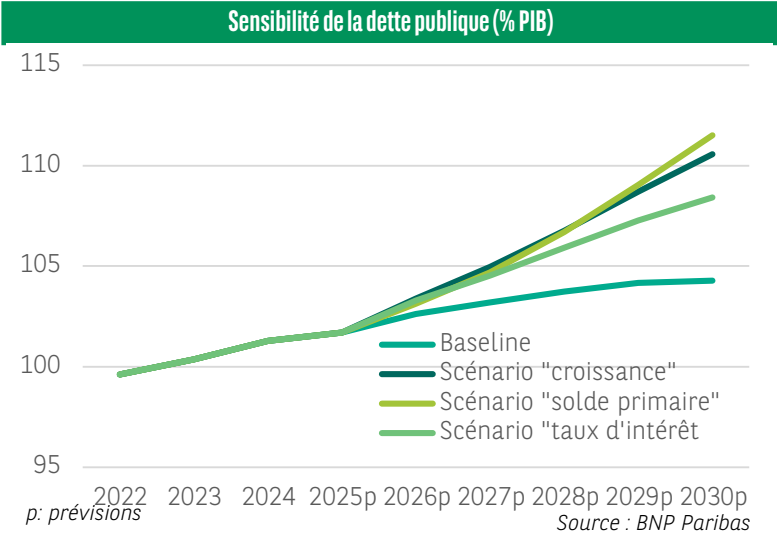


ROYAUME-UNI : trajectoire d'endettement maîtrisée mais risques à la hausse importants (2)



Le fort recul du déficit primaire dû aux efforts d'ajustement structurel sera le principal contributeur au ralentissement de la hausse du ratio d'endettement. Il fera plus que compenser la pression accrue des taux d'intérêt réels qui serait ainsi le premier facteur défavorable à partir de 2028. La hausse des taux d'intérêt réels sera toutefois modérée d'ici à 2027 par l'impact du repli de l'inflation sur le taux apparent de la dette indexée.

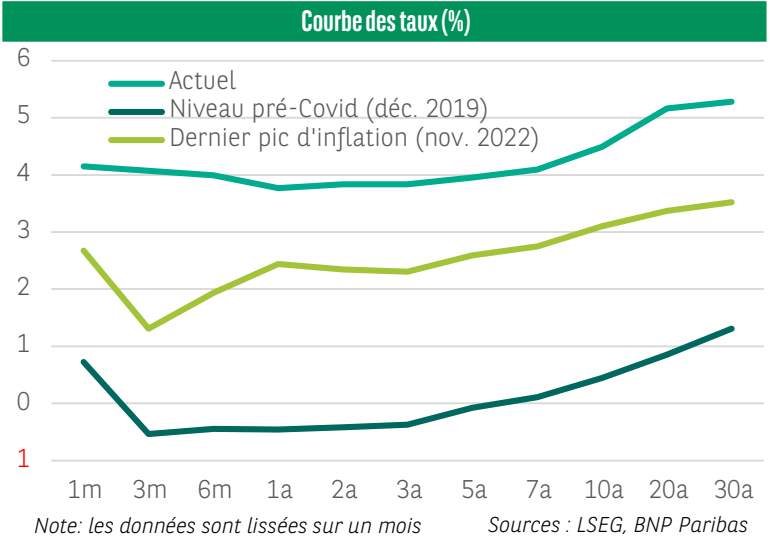
Le taux de croissance réel jouerait, pour sa part, à la baisse de façon relativement stable sur l'évolution du ratio d'endettement au cours des cinq prochaines années.



Note: les scénarios « croissance » et « solde primaire » intègrent respectivement un choc négatif sur la croissance et sur le déficit de 0,5pp de PIB par an par rapport au scénario central; le scénario « taux d'intérêt » intègre une hausse de 1pp du taux d'intérêt apparent.

Dans notre scénario central, le ratio d'endettement se stabiliserait sous la barre des 105% du PIB d'ici la fin de la décennie. En revanche, un choc de croissance ou de déficit plus marqué inverserait nettement cette tendance, et entraînerait une remontée du ratio d'endettement au-delà de 110% du PIB.

Le scénario de hausse des taux d'intérêt apparaît, quant à lui, moins pénalisant à moyen terme : la maturité moyenne résiduelle de la dette (14 années) est relativement élevée, et la part d'obligations indexées sur l'inflation (24%), dont le rendement sera atténué par le ralentissement de cette dernière, est importante.



La courbe des taux s'est très nettement déplacée à la hausse par rapport au niveau pré-Covid et au dernier pic d'inflation.

La courbe reste haute mais peu pentue : le maintien de taux directeurs élevés limite le repli des taux courts. De plus, ceux-ci ne devraient reculer que modérément au vu du nombre restreint de baisses de taux attendues de la part de la BoE (deux supplémentaires selon nos prévisions) conduisant à un taux terminal élevé (3,5%). Les taux longs ont reculé depuis le mois de septembre 2025, mais les anticipations de persistance de l'inflation et la perspective d'une nouvelle augmentation de la dette publique d'ici à la fin de la décennie limitent ce recul.