

Marge de manœuvre budgétaire au Royaume-Uni : Goodbye, Hello.

Le gouvernement britannique a annoncé des baisses de dépenses publiques, dans l'espoir d'apaiser les inquiétudes des marchés concernant la situation budgétaire. Le gouvernement a rétabli sa marge de manœuvre budgétaire, mais seulement faiblement, ce qui le rend vulnérable à toute modification des prévisions de croissance. La réaction des marchés a été d'abord positive mais modérée, puis les taux ont augmenté, les marchés se concentrant sur la nécessité d'une réduction budgétaire supplémentaire plus tard cette année – avec peut-être des hausses d'impôts cette fois-ci.

La marge de manœuvre budgétaire a disparu. Lors de son premier budget en tant que chancelière de l'Échiquier britannique à l'automne dernier, Rachel Reeves avait annoncé une augmentation de l'investissement public ainsi qu'une hausse des cotisations sociales des employeurs. Cela a permis au gouvernement non seulement de respecter la règle budgétaire qu'il s'était lui-même imposée, mais aussi d'afficher une marge de manœuvre budgétaire (un tampon contre toute évolution défavorable). Cependant, cette marge de manœuvre était très limitée (9,9Mds de livres sterling ou 0,3 % du PIB) et s'est rapidement érodée, la croissance étant révisée en baisse et les taux augmentant. Cela a contraint la chancelière à annoncer de nouvelles mesures, cette fois-ci axées principalement sur la réduction des dépenses :

- **Des coupes dans les aides sociales d'une valeur d'environ 4,5Mds de livres.** Depuis le Covid, le nombre de personnes demandant des prestations d'invalidité ou d'incapacité a bondi, passant de 2,8 millions en 2019 à environ 4 millions en 2024, dont près des deux tiers sont hors du marché du travail. En conséquence, le coût de ces allocations représentait 1,7 % du PIB en 2024, soit une augmentation de 12Mds de livres ou 0,4 point de pourcentage par rapport à 2019. Dans ce contexte, le

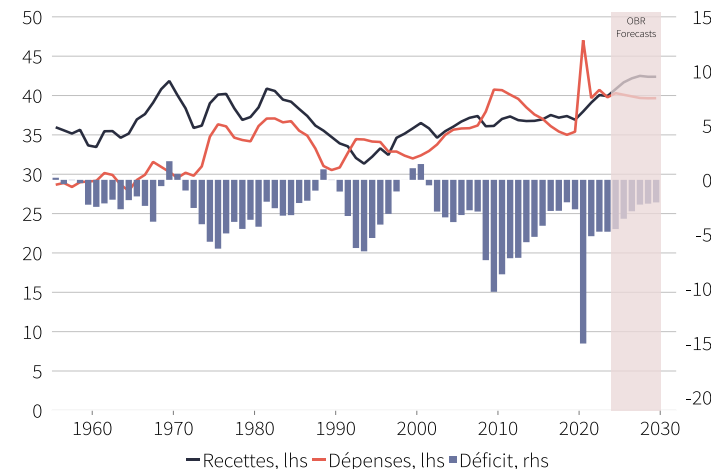
gouvernement a décidé de durcir les conditions d'éligibilité à ces prestations et de baisser les prestations universelles (équivalent du RSA) pour les nouveaux entrants.

- **Des baisses des autres dépenses, d'une valeur d'environ 3,5Mds.** Alors que les dépenses de défense devraient augmenter à 2,5 % du PIB et que le système de santé est à l'abri de toute réduction, les autres départements (qui représentent environ un quart de toutes les dépenses primaires), subiront de manière disproportionnée le poids de l'ajustement.
- **Des mesures d'évasion fiscale d'une valeur d'environ 2Mds.**

L'histoire se répète ? Cela a permis au gouvernement d'afficher la restauration de la marge budgétaire perdue, mais seulement à son niveau prévu à l'automne dernier (un peu moins de 10 milliards de livres ou 0,3 % du PIB). En conséquence, l'histoire pourrait se répéter. Si la croissance décevait de nouveau (ou si les taux augmentent encore), la chancelière pourrait se retrouver dans la même situation dans six mois lors de la présentation du budget 2026. Or, compte tenu de la grande incertitude mondiale, de nouvelles révisions à la baisse de la croissance sont tout à fait possibles. La chancelière court donc le risque à l'automne prochain de devoir soit enfreindre les règles budgétaires (entraînant une réaction beaucoup plus négative du marché obligataire), soit de revenir sur la promesse électorale du gouvernement de ne pas augmenter les impôts.

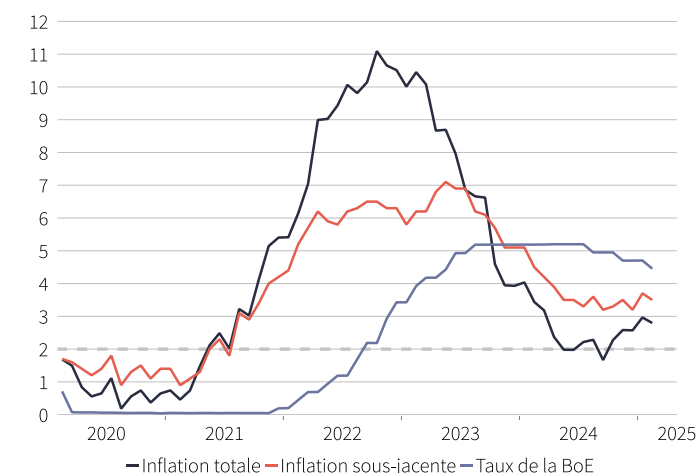
La BoE devrait rester prudente. La Banque d'Angleterre (BoE) n'a baissé ses taux d'intérêt que de 75 pb en un an contre 100 pb pour la Fed et 150 pb pour la BCE. Cela est principalement dû à un marché du travail toujours tendu et à une inflation des services persistante. Comme elles sont relativement limitées et ne seront pas mises en œuvre avant 2026, il est peu probable que les nouvelles mesures budgétaires modifieront les perspectives de la BoE. La BoE continuera plutôt de se concentrer sur l'inflation à court terme et l'évolution du marché du travail. Or, l'inflation en février a été bien orientée (avec une légère baisse à 2,8 % sur un an). Pour le marché du travail, l'augmentation des cotisations patronales à venir peut entraîner un nouvel assouplissement des tensions, permettant à la BoE de continuer à réduire ses taux jusqu'à 3 fois en 2025.

Finances publiques britanniques % du PIB, prévisions de l'Office for Budget Responsibility



Sources: Société Générale Investment Solutions, Macrobond, OBR 2029

TAUX DE LA BOE ET INFLATION (EN GLISSEMENT ANNUEL)



Sources: Société Générale Investment Solutions, Macrobond, ONS 02/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les données proviennent de Bloomberg, Macrobond au 28/03/2025, date d'achèvement de cette publication. Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel.

NOS COMMENTAIRES MACRO-ÉCONOMIQUES

Les événements de la semaine passée

Les États-Unis élargissent la guerre commerciale à l'automobile

Le gouvernement américain a annoncé une hausse de 25% des droits de douane pour toutes les importations d'automobiles et pièces détachées à partir du 3 avril. Celles-ci viennent se rajouter aux droits de douanes auxquels les importations d'automobiles sont déjà soumises.

Par géographie, les principaux pays impactés par cette mesure sont le Mexique, dont le pays fournit 36% des voitures et pièces détachées que les États-Unis importent, le Canada (13%), le Japon (13%), la Corée du Sud (12%) et l'Allemagne (9%). Cependant, les entreprises américaines, japonaises et allemandes sont aussi affectées indirectement par cette mesure, ces entreprises produisant au Mexique pour exporter aux États-Unis.

Cette mesure augmentera l'inflation au cours des prochains mois, ce qui devrait conduire la Fed à maintenir un biais prudent.

Zone euro : la reprise du crédit se poursuit.

Les données du crédit bancaire du mois de février montrent que la reprise se poursuit dans le contexte du cycle de baisse de taux d'intérêt de la BCE. Le crédit au secteur privé a augmenté de 1,2% sur un an au mois de février, avec une contribution positive du crédit au ménages et aux entreprises.

En France, la reprise du crédit est cependant plus timide. La croissance du crédit aux ménages reste atone avec un crédit immobilier toujours en contraction sur un an. Le crédit aux entreprises est cependant plus dynamique, avec une croissance de 2,1% sur un an au mois de février et avec une forte contribution du crédit à long terme.

LES ÉVÉNEMENTS DANS LES MOIS À VENIR

2 avril : date d'entrée prévue des droits de douane américains sur l'UE

17 avril : réunion de politique monétaire de la BCE

7 mai : réunion de politique monétaire de la Fed

8 mai : réunion de politique monétaire de la BoE

ÉVÉNEMENTS ET CHIFFRES CLÉS À VENIR



Lundi

Chine Climat des affaires PMI (mars)
Allemagne Inflation (mars)

Mardi

États-Unis ISM manufacturier (mars)
JOLTS, taux de vacances de l'emploi (février)
Zone euro Inflation (mars)
Chômage (février)

Mercredi

Etats-Unis Commandes de biens durables (février)

Jeudi

Etats-Unis Balance commerciale (février)
ISM services (mars)

vendredi

Etats-Unis Rapport sur l'emploi (mars)
France Production industrielle (février)
Allemagne Commandes industrielles (février)

PERFORMANCES DES MARCHÉS

Taux interbancaires

%	26/03/2025	28/02/2025	27/12/2024	01/01/2024	28/03/2024
Etats-Unis SOFR	4.334	4.35	4.55	5.34	5.32
Zone euro €ster	2.417	2.66	2.92	3.88	3.90
Royaume-Uni SONIA	4.457	4.46	4.70	5.19	5.19
Suisse SARON	0.199	0.43	0.46	1.70	1.46
Japon TONAR	0.477	0.48	0.23	-0.04	0.08

Taux souverains 10 ans

%	27/03/2025	28/02/2025	27/12/2024	01/01/2024	28/03/2024
Etats-Unis Treasuries	4.38	4.24	4.62	3.88	4.20
France OAT	3.47	3.12	3.19	2.55	2.82
Allemagne Bund	2.77	2.38	2.38	2.02	2.29
Italie BTP	3.82	3.47	3.53	3.70	3.70
Espagne Bonos	3.40	3.07	3.07	2.98	3.15
Suisse	0.65	0.40	0.29	0.66	0.64
Royaume-Uni Gilts	4.79	4.51	4.61	3.60	3.92
Japon JGB	1.56	1.38	1.08	0.62	0.74

Crédit et dette émergente

%	27/03/2025	28/02/2025	27/12/2024	01/01/2024	28/03/2024
Etats-Unis IG	5.24	5.08	5.37	5.06	5.30
Etats-Unis HY	7.63	7.15	7.50	7.59	7.66
Europe IG	3.56	3.32	3.47	3.72	3.84
Europe HY	5.89	5.40	5.72	6.80	6.57
Emergents devises	6.27	6.12	6.41	6.77	6.76

Indices actions

27/03/2025 vs	-1w	-1m	-3m	01/01/2024	-1y
Monde	0.22	-2.553	-0.699	19.14	10.03
Etats-Unis	0.43	-4.424	-3.685	19.72	10.05
Zone euro	-0.63	-0.375	10.896	20.85	10.57
France	-0.61	-1.205	9.376	9.52	1.79
Allemagne	-1.02	0.436	13.544	31.64	21.90
Royaume-Uni	0.33	-0.961	6.972	15.91	12.03
Japon	0.40	4.761	0.900	21.43	3.31
Emergents (USD)	0.03	2.744	4.047	18.12	13.65
Chine (USD)	-0.42	4.109	16.896	39.39	42.61
Inde (USD)	0.71	9.841	-5.030	8.75	4.85
Amérique latine (USD)	0.28	7.738	16.212	-14.70	-10.78

Taux de change

	27/03/2025	28/02/2025	27/12/2024	01/01/2024	28/03/2024
EUR/USD	1.08	1.04	1.04	1.11	1.08
GBP/USD	1.30	1.26	1.26	1.27	1.26
EUR/CHF	0.95	0.94	0.94	0.93	0.97
USD/JPY	150.97	150.67	157.60	141.03	151.33
USD/CNY	7.26	7.28	7.30	7.08	7.23

Prix des matières premières

	27/03/2025	28/02/2025	27/12/2024	01/01/2024	28/03/2024
Brent, USD/BL	73	73	73	77	87
Cuivre, USD/Tonne met.	9,787	9,364	8,843	8,476	8,729
Or, USD/Ozt	3,057	2,858	2,621	2,063	2,231
Argent, USD/Ozt	34	31	30	24	25
Palladium, USD/Ozt	977	918	919	1,136	1,017
Platinum, USD/Ozt	976	943	925	1,000	907

Source : Bloomberg, au 28/03/2025-1S = variation sur 1 semaine, -3M = variation sur 3 mois, -12M = variation sur 12 mois, Début d'année = variation depuis le début de l'année. Actions ; rendement total en devise locale. Obligations souveraines = rendement à 10 ans. Les chiffres sont arrondis.

AVERTISSEMENT IMPORTANT

Avertissement général

Ce document est une communication à caractère promotionnel publiée par Société Générale Private Banking, qui est la ligne métier du groupe Société Générale opérant à travers son siège au sein de Société Générale S.A. en France et son réseau (départements ou entités juridiques distinctes (succursales ou filiales, ci-après les « Entités »)), localisé sur les territoires mentionnés ci-après, agissant sous la marque « Société Générale Private Banking » et distributeurs du présent document.

Le présent document de nature informative, sujet à modification, est communiqué à titre purement indicatif et n'a pas de valeur contractuelle.

Son contenu n'est pas destiné à fournir un service d'investissement, il ne constitue ni un conseil en investissement ou une recommandation personnalisée sur un produit financier, ni un conseil ou une recommandation personnalisée en assurance, ni une sollicitation d'aucune sorte, ni un conseil juridique, comptable ou fiscal de la part de Société Générale Private Banking et de ses Entités. L'information contenue dans ce document n'a pas pour objectif de fournir une base permettant de prendre une décision d'investissement.

Tout investissement peut avoir des conséquences fiscales et Société Générale Private Banking et ses Entités ne fournissent pas de conseil fiscal. Le niveau d'imposition dépend des circonstances individuelles et les niveaux et assiettes d'imposition peuvent changer. En outre, le présent document n'a pas pour objet de fournir des conseils comptables, fiscaux ou juridiques et ne doit pas être utilisé à des fins comptables, fiscales ou juridiques. Des conseils indépendants doivent être sollicités le cas échéant.

Les données historiques utilisées et les informations et avis cités, proviennent ou sont notamment basées sur des sources externes que Société Générale Private Banking et ses Entités considèrent fiables mais qu'elles n'ont pas vérifiées de manière indépendante. Société Générale Private Banking et ses Entités n'assumeront aucune responsabilité quant à l'exactitude, la pertinence et l'exhaustivité de ces données.

Le contenu de ce document ne prend pas en compte d'objectifs d'investissement ni de situations financières spécifiques. Il appartient aux investisseurs de prendre contact avec leurs conseillers externes habituels afin d'obtenir toutes les informations financières, juridiques et fiscales qui leur permettront d'apprécier les caractéristiques et les risques de l'investissement envisagé ainsi que la pertinence de la mise en œuvre des stratégies dont il est question dans le présent document.

L'investissement dans certaines classes d'actifs citées peut ne pas être autorisé dans certains pays ou peut être réservé qu'à une certaine catégorie d'investisseurs. Il est de la responsabilité de toute personne en possession de ce document de s'informer et de respecter les dispositions légales et réglementaires de la juridiction concernée.

Ce document n'est en aucune manière destiné à être diffusé à une personne ou dans une juridiction pour laquelle une telle diffusion serait restreinte ou illégale. Il ne peut notamment pas être diffusé aux États-Unis, et ne peut être distribué, directement ou indirectement, sur le marché des États-Unis ou auprès d'une US Person.

Risques généraux

Certaines classes d'actifs citées peuvent présenter divers risques, impliquer une perte potentielle de la totalité du montant investi voire une perte potentielle illimitée, et n'être en conséquence réservées qu'à une certaine catégorie d'investisseurs, et/ou adaptées qu'à des investisseurs avertis et éligibles à ces classes d'actifs. En outre, ces classes d'actifs doivent être conformes au Code de Conduite fiscale du groupe Société Générale.

Le prix et la valeur des investissements ainsi que les revenus qui en dérivent peuvent fluctuer, à la hausse comme à la baisse. Les variations de l'inflation, de taux d'intérêts et de taux de change peuvent avoir des effets négatifs sur la valeur, le prix et le revenu des investissements libellés dans une devise différente de celle du client. Les éventuelles simulations et exemples contenus dans ce document sont fournis à titre indicatif et à des fins d'illustration uniquement. La présente information peut être modifiée en fonction des fluctuations des marchés, et les informations et avis mentionnés dans ce document peuvent être amenés à évoluer. Société Générale Private Banking et ses Entités ne s'engagent ni à actualiser ni à modifier le présent document, et n'assumeront aucune responsabilité à cet égard.

Le présent document a pour seul but d'informer les investisseurs, qui prendront leurs décisions d'investissement sans se fier uniquement à ce document. Société Générale Private Banking et ses Entités ne sauront être tenus pour responsables en cas de perte directe ou indirecte liée à un quelconque usage de ce document ou de son contenu. Société Générale Private Banking et ses Entités n'offrent aucune garantie, expresse ou tacite, quant à l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations ou quant à la rentabilité ou la performance de toute classe d'actifs, pays, ou marché.

Les informations sur les performances passées éventuellement reproduites ne garantissent en aucun cas les performances futures et peuvent ne pas se reproduire. La valeur d'un investissement n'est pas garantie et la valorisation d'investissements peut fluctuer.

Les prévisions concernant les performances futures sont basées sur des hypothèses qui peuvent ne pas se concrétiser. Les scénarios présentés sont des estimations de performances futures, fondées sur des informations passées sur la manière dont la valeur d'un investissement varie et/ou sur les conditions de marché actuelles, et ne sont pas des indications exactes. Le rendement obtenu par des investisseurs sera amené à varier en fonction des performances du marché et de la durée de conservation de l'investissement par l'investisseur. Les performances futures peuvent être soumises à l'impôt, lequel dépend de la situation personnelle de chaque investisseur et est susceptible de changer à l'avenir.

Pour une définition et description des risques plus complète, veuillez vous référer au prospectus ou, le cas échéant, aux autres documents réglementaires (si applicable) avant toute décision d'investissement.

Le présent document est confidentiel, destiné exclusivement à la personne à laquelle il est remis, et ne peut ni être communiqué ni porté à la connaissance de tiers (à l'exception des conseils externes et à condition qu'ils en respectent eux-mêmes la confidentialité), ni reproduit totalement ou partiellement, sans accord préalable et écrit de Société Générale Private Banking et de ses Entités.

Conflits d'intérêts

Le groupe Société Générale maintient effective une organisation administrative prenant toutes les mesures nécessaires pour identifier, contrôler et gérer les conflits d'intérêts. À cet effet, Société Générale Private Banking et ses Entités ont mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts pour prévenir les conflits d'intérêts, y compris des murailles de Chine en matière d'information.

Ce document contient les avis de la ligne métier Société Générale Private Banking. Les opérateurs de marché de Société Générale peuvent effectuer des transactions, ou ont effectué des transactions, sur la base des avis et études de ces personnes. De plus, les équipes de Société Générale Private Banking sont rémunérées, en partie, en fonction de la qualité et de la précision de leurs études, des commentaires des clients, des revenus de l'entité Société Générale Private Banking qui les emploie, et de facteurs concurrentiels.

AVERTISSEMENT IMPORTANT

En règle générale, les sociétés du groupe Société Générale peuvent être teneur de marché, chef de file ou chef de file associé à une offre publique d'instruments financiers, effectuer des transactions concernant les titres auxquels il est fait référence dans ce document, et peuvent fournir des services bancaires aux sociétés mentionnées dans ce document, ainsi qu'à leurs filiales. Les sociétés du groupe Société Générale, peuvent, de temps à autre, réaliser des transactions, générer des profits, détenir des titres ou agir comme conseiller, courtier ou banquier en lien avec ces titres, ou des dérivés de ces titres, ou en lien avec les classes d'actifs mentionnées dans ce document.

Les sociétés du groupe Société Générale peuvent être représentées au conseil de surveillance ou d'administration de ces sociétés.

Les employés du groupe Société Générale, ou les personnes ou entités qui leur sont liées, peuvent, de temps à autre, détenir une position dans un titre ou une classe d'actifs mentionné(e) dans ce document.

Les sociétés du groupe Société Générale peuvent acquérir ou liquider, de temps à autre, des positions dans les titres, ou actifs sous-jacent (y compris leurs dérivés) mentionnés dans ce document, ou dans tout autre actif le cas échéant, et par conséquent tout rendement pour un investisseur potentiel peut en être directement ou indirectement affecté.

Les sociétés du groupe Société Générale n'ont aucune obligation de divulguer ou de prendre en compte ce document dans le cadre de conseil ou de transactions avec un client ou au nom d'un client.

Par ailleurs, les sociétés du groupe Société Générale peuvent émettre d'autres études qui ne sont pas alignées, ou dont les conclusions diffèrent des informations présentées dans ce document, et n'ont aucune obligation de s'assurer que de telles autres études sont portées à la connaissance de tout récipiendaire du présent document.

Avertissement spécifique par juridiction

FRANCE : Sauf indication contraire expresse, le présent document est publié et distribué par Société Générale, établissement de crédit prestataire de services d'investissement agréé par et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »)

(sise ECB Tower, Sonnemannstraße 20, 60314 Francfort-sur-le-Main, Allemagne) au sein du Mécanisme de supervision unique banque française autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (sise 4, Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09), et l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») (sise 17 Pl. de la Bourse, 75002 Paris). Société Générale est également enregistrée auprès de l'ORIAS en qualité d'intermédiaire en assurance sous le numéro 07022493 orias.fr.

Société Générale est une société anonyme française au capital de 1 015 044 435,00 euros au 25 juillet 2024, dont le siège social est situé 29 boulevard Haussmann, 75009 Paris, et dont le numéro d'identification unique est 552 120 222 R.C.S. Paris et le numéro ADEME est FR231725_01YSGB. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.fr

LUXEMBOURG : Le présent document est distribué au Luxembourg par Société Générale Luxembourg, société anonyme enregistrée auprès du registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 6061 et établissement de crédit autorisé et régi par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF »), sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »), et dont le siège social est sis 11, avenue Émile Reuter – L 2420 Luxembourg. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur <https://www.societegenerale.lu/>. Aucune décision d'investissement quelle qu'elle soit ne pourrait résulter de la seule lecture de ce document. Société Générale Luxembourg n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude ou autre caractéristique des informations contenues dans ce document. Société Générale Luxembourg n'accepte aucune responsabilité quant aux actions menées par le destinataire de ce document sur la seule base de ce dernier, et Société Générale Luxembourg ne se présente pas comme fournissant des conseils, notamment en ce qui concerne les services d'investissement. Les opinions, points de vue et prévisions exprimées dans le présent document (y compris dans ses annexes) reflètent les opinions personnelles de l'auteur/des auteurs et ne reflètent pas les opinions d'autres personnes ou de Société Générale Luxembourg, sauf indication contraire. Ce document a été élaboré par Société Générale. La CSSF n'a procédé à aucune analyse, vérification ou aucun contrôle sur le contenu du présent document.

MONACO : Le présent document est distribué à Monaco par Société Générale Private Banking (Monaco) S.A.M., sise 11 avenue de Grande Bretagne, 98000 Monaco, Principauté de Monaco, régie par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et la Commission de Contrôle des Activités Financières. Les produits financiers commercialisés à Monaco peuvent être réservés à des investisseurs qualifiés conformément aux dispositions de la loi n° 1.339 du 07/09/2007 et de l'Ordonnance Souveraine n° 1.285 du 10/09/2007. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur <http://www.privatebanking.societegenerale.com>.

SUISSE : Le présent document peut être constitutif de publicité au sens de la Loi sur les services financiers (« LSFIn »). Il est distribué en Suisse par Société Générale Private Banking (Suisse) SA (« SGPBS » ou la « Banque »), dont le siège se trouve à la rue du Rhône 8, CH-1204 Genève. SGPBS est une banque autorisée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Le présent document ne peut en aucun cas être considéré comme un conseil ou une recommandation d'investissement de la part de SGPBS. La Banque recommande d'obtenir un avis professionnel avant d'agir ou de ne pas agir sur la base de ce document et n'accepte aucune responsabilité en lien avec le contenu de ce document. Les instruments financiers, incluant notamment les parts de placements collectifs et les produits structurés, ne peuvent être offerts que conformément à la LSFIn. De plus amples informations sont disponibles sur demande auprès de SGPBS ou sur www.privatebanking.societegenerale.com.

Le présent document n'est distribué ni par SG Kleinwort Hambros Bank Limited au Royaume-Uni, ni par ses succursales à Jersey, Guernesey et Gibraltar qui agissent ensemble sous la marque « SG Kleinwort Hambros ». En conséquence, les informations communiquées et les éventuelles offres, activités et informations patrimoniales et financières présentées ne concernent pas ces entités et peuvent ne pas être autorisées par ces entités ni adaptées sur ces territoires. De plus amples informations sur les activités des entités de la banque privée de Société Générale situées sur les territoires du Royaume-Uni, des îles anglo-normandes et de Gibraltar, incluant des informations complémentaires de nature légale et réglementaire, sont disponibles sur www.kleinworthambros.com.

