

Perspectives

N°16/215 – 10 août 2016

Royaume-Uni – La BoE sort l'artillerie lourde pour contrer le ralentissement après le vote sur l'UE

- La BoE a annoncé un programme ambitieux de soutien à l'activité à l'issue de sa réunion de politique monétaire le 4 août dernier, ayant pour objectif de contrer les effets du vote en faveur du Brexit sur la demande.
- En plus d'une baisse du taux directeur de 25 pdb à 0,25% (en ligne avec les anticipations), la BoE a surpris les marchés en annonçant un vaste ensemble de mesures non conventionnelles destinées à apporter un soutien supplémentaire à la croissance, comportant la reprise des achats d'emprunts d'État pour un montant de 60 Mds GBP, des achats d'obligations d'entreprises pour un montant de 10 Mds GBP et le lancement d'un nouveau dispositif de financement, le *Term Funding Scheme*, destiné à permettre une meilleure répercussion de la baisse du taux directeur.
- La BoE ne compte pas s'arrêter là. Elle a pré-annoncé une nouvelle baisse de son taux directeur (*bank rate*) d'ici la fin de l'année à un niveau « proche, mais légèrement au-dessus de zéro ». Elle se tient par ailleurs prête à renforcer ses différents programmes d'achats d'actifs, en cas d'évolution décevante de l'économie. Cela pourrait notamment se produire si l'économie britannique entrait en récession au second semestre 2016, comme nous l'anticipons.
- Dans tous les cas, les taux étant déjà à leur plus bas niveau historique, l'efficacité de la politique monétaire sera probablement plus limitée qu'auparavant : si l'économie a besoin de davantage de soutien, la politique budgétaire devra prendre le relais. L'*Autumn Statement*, allocation annuelle où sont annoncées les orientations budgétaires, donnera au nouveau chancelier de l'Échiquier une occasion de faire des annonces plus formelles.
- Les marchés ont réagi fortement à l'annonce du plan de soutien de la BoE, jeudi 4 août, avec une baisse de 1,5% de la livre face au dollar et un nouveau point bas historique du taux des Gilts à dix ans, à 0,63%.

La réponse musclée de la BoE pour éviter une récession après le vote en faveur du Brexit

Dans un discours prononcé fin juin, Andy Haldane, le chef économiste de la BoE avait laissé entendre qu'un assouplissement monétaire important était probable en août. Son appel en faveur d'une réponse forte destinée à contrer un ralentissement post-référendum n'aura pas été déçu par les dernières annonces de la BoE. Le paquet de mesures annoncé par la Banque centrale le 4 août a été plus agressif que ce qu'attendait le marché, nous y compris. Il est conçu pour contrer les effets de l'incertitude sur la demande provoquée par le résultat du référendum sur l'UE et comporte les mesures suivantes, qui selon la BoE « se renforcent mutuellement » :

- ✓ Une baisse de 25 pdb du taux directeur, à 0,25%.
- ✓ Le lancement d'un nouveau plan, le *Term Funding Scheme* ou TFS, financé par l'émission de réserves par la Banque centrale et destiné à renforcer la répercussion de la baisse du taux directeur sur les taux pratiqués par les banques pour les prêts aux ménages et aux entreprises.
- ✓ Des achats d'obligations notées *investment-grade* d'entreprises non financières britanniques pour un montant pouvant atteindre 10 Mds GBP et sur une période de dix-huit mois. Ces achats sont destinés à améliorer les conditions de crédit des entreprises en

abaissant leur coût d'emprunt et à encourager les émissions d'obligations privées.

- ✓ Une expansion du programme d'achats d'emprunts d'État de 60 Mds GBP sur les six prochains mois, portant le stock de ces achats d'actifs à 435 Mds GBP.

Le TFS (*Term Funding Scheme*)

Contrairement au FLS (*Funding for Lending Scheme*), le TFS est financé par les réserves de la Banque centrale et permet aux participants – banques et organismes de crédit hypothécaire (*building societies*) – d'emprunter, jusqu'à 100 Mds GBP, à un taux égal au taux directeur si leur production nette de prêts est stable ou en hausse. Si leurs prêts nets baissent, le taux du TFS sera le taux directeur augmenté d'une pénalité de 25 pnb maximum. À titre de comparaison, dans le FLS, les banques ont la possibilité d'emprunter des bons du Trésor britanniques moyennant un taux proche du taux directeur augmenté d'une marge et la mise en place d'un échange de collatéral. Ces actifs permettent ensuite aux banques d'emprunter des fonds à des taux proches de l'évolution anticipée du taux directeur. La marge est de 0,25% pour les banques dont les prêts sont stables ou en progression, elle augmente linéairement (potentiellement jusqu'à 1,50%) pour les banques qui réduisent leurs volumes de prêts. De plus, contrairement au FLS qui a été reconcentré vers les prêts aux PME, le TFS couvre tous les types de prêts.

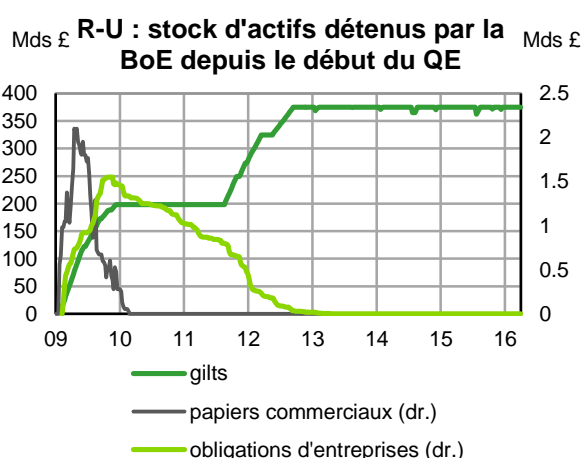
La BoE estime que le TFS permettra une meilleure répercussion des baisses du taux directeur sur les taux pratiqués par les banques pour les prêts aux particuliers et aux entreprises et, à montant comparable, générera un stimulus plus élevé que le FLS.

Cet ensemble de mesures, décrit par le gouverneur de la BoE Mark Carney comme opportun, cohérent et complet, intervient après l'annonce par le Comité de politique financière d'autres mesures de soutien juste après le referendum, telles que la réduction des réserves de fonds propres contractuelles ou la prolongation jusqu'à fin septembre des opérations hebdomadaires de repos indexés à long terme. Ce plan est par ailleurs renforcé par la décision de modifier le mode de calcul du levier des banques britanniques, en excluant désormais les réserves de Banque centrale.

Le vote des membres du Comité de politique monétaire (MPC) partagé sur les achats de gilts

Les membres du MPC ont voté à l'unanimité la baisse du taux directeur et le lancement du *Term Funding Scheme*, mais le vote a en revanche été divisé sur les achats d'actifs. Les achats d'obligations d'entreprises ont été adoptés à huit voix contre une (celle de Kristin Forbes). En outre, trois des neuf membres du MPC se sont opposés aux achats de *gilts* : Kristin Forbes, Ian McCafferty et Martin Weale. Ils considéraient pour l'essentiel que ces décisions auraient pu être prises lors de

réunions ultérieures, lorsque le MPC disposerait de davantage d'information, ce qui était en ligne avec notre scénario. La décision d'annoncer un ensemble de mesures de soutien aussi important dès le mois d'août a reposé sur la détérioration des enquêtes et des indices de confiance, lesquels pourraient – selon les dissidents – exagérer la faiblesse de l'économie. Par ailleurs, au regard de la lettre adressée par le gouverneur au chancelier, il semble que les achats d'obligations d'entreprises étaient l'outil privilégié dans la mesure où ces achats agissent directement sur le coût d'emprunt des entreprises. C'est cependant la taille limitée du stock existant d'obligations du secteur privé, libellées en livre sterling et bien notées, qui a amené la BoE à compenser *via* une augmentation des achats de gilts.



La BoE a également donné des indications sur ses futures décisions de politique monétaire

La BoE a annoncé qu'elle baisserait encore une fois son taux directeur cette année si les données sont en ligne avec les prévisions de l'*Inflation Report* du mois d'août. Le taux directeur atteindrait ainsi sa limite basse que le MPC estime être « proche, mais légèrement au-dessus de zéro ». Ceci est cohérent avec notre scénario d'une nouvelle baisse des taux en novembre 2016, probablement à 0,10%.

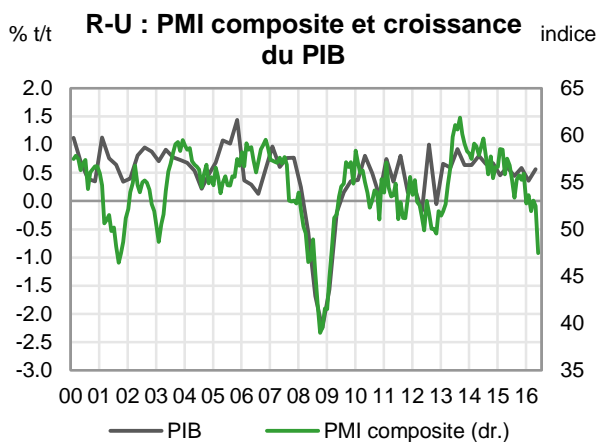
Concernant les mesures non conventionnelles, les actions futures de la BoE dépendront de l'évolution des données macro-économiques et financières. Le MPC s'est déclaré prêt à assouplir sa politique monétaire davantage à travers chacune de ses facilités. Il est important toutefois de noter que le recours aux taux d'intérêt négatifs semble exclu et que de nouvelles expansions des programmes d'achats d'actifs ne seront garanties qu'en cas d'évolution réellement décevante de la situation économique.

Les nouvelles prévisions de croissance et d'inflation

Les communications précédentes de la BoE indiquaient qu'un vote en faveur d'un départ de l'UE aurait des conséquences importantes sur l'activité économique et sur l'inflation. La combinaison des effets sur la demande, sur l'offre et sur le taux de change devaient conduire à « une trajectoire nettement plus basse pour la croissance et nettement plus élevée pour l'inflation » qu'en cas de maintien dans l'UE. L'*Inflation report* du mois d'août a été l'occasion de quantifier ces nouvelles perspectives de croissance et d'inflation et de prendre des décisions basées sur les nouvelles projections du MPC.

Une récession à court terme évitée de justesse, selon le scénario central de la BoE

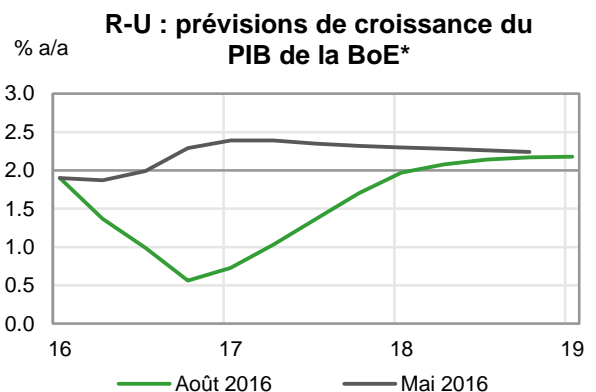
La BoE semble avoir adopté une vision relativement optimiste en termes de scénario central à court terme pour la croissance. La projection modale du MPC table sur une croissance légèrement positive au second semestre, en dépit de la forte baisse des dernières enquêtes PMI, qui sont toutes tombées à des niveaux qui suggèrent habituellement une contraction de l'activité. D'après Markit, considérés dans leur ensemble, les indices PMI britanniques signalent une baisse du PIB de 0,4% en variation trimestrielle au troisième trimestre 2016. La BoE interprète le résultat des enquêtes PMI avec prudence : elle souligne que ces enquêtes peuvent parfois « surréagir à des événements spécifiques » et note que « la mesure du climat des affaires de Lloyds s'était améliorée de façon marquée en juillet ». Au total, la BoE considère que les indicateurs suggèrent « un ralentissement marqué de la croissance au troisième trimestre », mais qu'une récession à court terme devrait être évitée.



Source : ONS, Markit, Crédit Agricole S.A.

Les projections centrales de croissance et d'inflation de la BoE impliquent certains risques baissiers, selon nous

Au total, la BoE prévoit une croissance de 2,0% en 2016 (chiffre inchangé par rapport à mai), suivie par un net ralentissement à 0,8% en 2017 (contre 2,3% précédemment) et à 1,8% en 2018. Le chiffre relativement fort attendu pour 2016 (plus d'un demi-point au-dessus de notre prévision) est lié à la bonne surprise sur la croissance du deuxième trimestre (0,3% au-dessus du chiffre attendu par la BoE) et à la prévision d'une croissance légèrement positive au second semestre 2016. Nous pensons, pour notre part, que le Royaume-Uni va entrer en récession au tournant de l'année, une fois que l'article 50 aura été déclenché, cet événement étant de nature à provoquer une nouvelle vague d'incertitude. Nous considérons donc que des risques baissiers pèsent sur le scénario de la BoE, ce qui implique que de nouvelles mesures de soutien pourraient être annoncées plus tard dans l'année. Le ralentissement de la croissance devrait conduire à une hausse des capacités non utilisées dans l'économie. Le taux de chômage devrait augmenter à 5,5% dans les deux prochaines années et l'écart de production (*output gap*) devrait passer de pratiquement zéro à « juste au-dessus de 1% du PIB ».

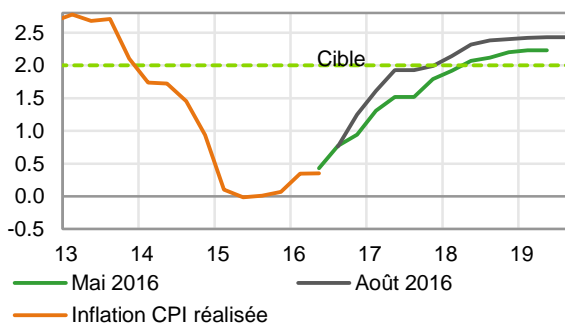


* Basées sur les anticipations de taux de marché et la mise en oeuvre des actions de politique monétaire annoncées
Source: BoE Quarterly Inflation Reports, Crédit Agricole

En ce qui concerne l'inflation, ses perspectives dépendent du jeu de facteurs opposés : d'une part, les prix à l'importation devraient tirer l'inflation à la hausse dans le sillage de la dépréciation de la livre, et, d'autre part, des capacités non-utilisées plus larges (taux de chômage plus élevé, pressions salariales plus modérées, ...) devraient peser sur les prix. Le MPC anticipe que le premier facteur devrait l'emporter sur le second dans les mois à venir et que l'assouplissement de la politique monétaire devrait contribuer à limiter, mais sans complètement contrer les effets du second facteur à moyen long terme. Ainsi, le MPC anticipe, en projection centrale, une inflation des prix à la consommation (CPI) proche de la cible de

2% dans un an (depuis 0,5% en variation annuelle en juin 2016), soit six mois plus tôt que prévu au mois de mai. L'inflation est prévue à 2,4% à horizon de deux ans et à se maintenir proche de ce rythme-là par la suite. Ces projections sont basées sur l'hypothèse que le taux directeur suit les anticipations de taux de marché, celles-ci impliquant une réduction du taux directeur à 0,1% au quatrième trimestre 2016.

% a/a **R-U : prévisions d'inflation CPI de la BoE ***



* Basées sur les anticipations de taux de marché et la mise en œuvre des actions de politique monétaire annoncées
Source : BoE's Quarterly Inflation Reports, Credit Agricole S.A.

La politique budgétaire va probablement prendre le relais

Compte tenu du niveau déjà très bas des taux d'intérêt et bien que la BoE fasse le maximum pour permettre une bonne transmission de sa politique monétaire et annonce qu'elle n'a pas épuisé toutes ses munitions, il est permis de s'interroger sur

l'efficacité que la politique monétaire, seule, peut encore avoir. Les autorités budgétaires doivent donc prendre le relais du soutien de la demande. Le désormais ex-chancelier de l'Échiquier, George Osborne, avait déjà abandonné certains de ses objectifs budgétaires pour atteindre l'équilibre budgétaire d'ici la fin de la législature actuelle en 2020, ce qui permet davantage de flexibilité budgétaire. Tout d'abord, le jeu des stabilisateurs automatiques sera probablement admis. Deuxièmement, un certain degré d'assouplissement budgétaire discrétionnaire sera probablement mis en œuvre *via* des investissements publics de long terme, des baisses d'impôts et/ou une hausse des dépenses publiques. Une hausse des dépenses publiques serait soutenue par la BoE *via* son QE, ce dernier absorbant la dette publique et maintenant les taux bas. Bien que les emprunts et la dette publics soient probablement amenés à augmenter dans les années qui viennent, nous pensons qu'il est peu probable que le gouvernement abandonne sa politique de resserrement budgétaire à moyen/long terme. Des objectifs de resserrement budgétaire devraient être poursuivis, mais dans un cadre plus flexible. Ainsi, un retour aux règles budgétaires de 2010 – qui visaient l'équilibre du solde budgétaire structurel courant sur une période de cinq années glissantes – serait une possibilité. Cela permettrait d'augmenter l'investissement public sans remettre en cause le mandat budgétaire et de reporter l'atteinte de l'objectif en cas de croissance décevante. Des changements formels des règles et plans budgétaires sont attendus lors du prochain *Autumn Statement*, peut-être en octobre. ■

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit - Statistiques : Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

iPad : application **Études ECO** disponible sur App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

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.