

Perspectives

N°21/052 – 22 février 2021

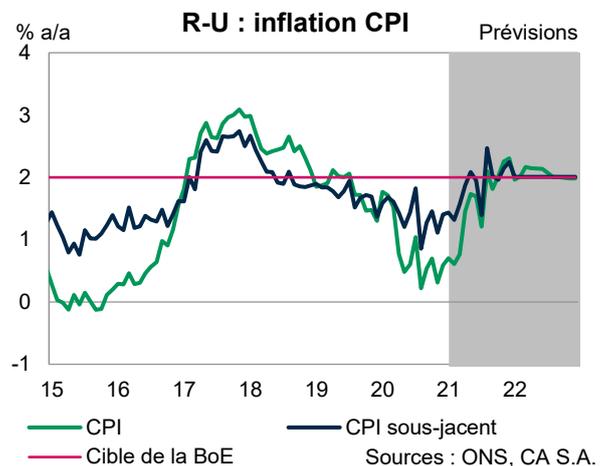
ROYAUME-UNI – Où en est-on avec l'inflation ?

- La pandémie a eu un impact désinflationniste moins prononcé que la chute de l'activité et l'ampleur des capacités non-utilisées pouvaient le suggérer. Une hausse des coûts unitaires de production semble en partie responsable.
- Des facteurs temporaires (baisse du prix du pétrole, TVA réduite dans la restauration) expliquent en grande partie la baisse du taux d'inflation depuis le début de la crise.
- Le taux d'inflation devrait augmenter fortement au deuxième trimestre 2021 en raison de la dissipation de ces facteurs. Il devrait dépasser légèrement la cible en fin d'année (prévision à 2,2% au T4), soutenu par le renforcement anticipé de la reprise.
- En 2022, la dissipation des facteurs temporaires devrait faire cristalliser le « vrai » impact de la pandémie sur les pressions inflationnistes sous-jacentes. Une modération du taux d'inflation vers la cible devrait avoir lieu.

Hausse encore timide de l'inflation en ce début d'année

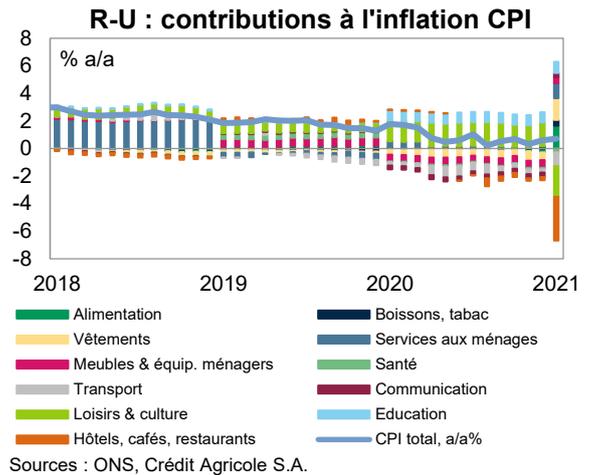
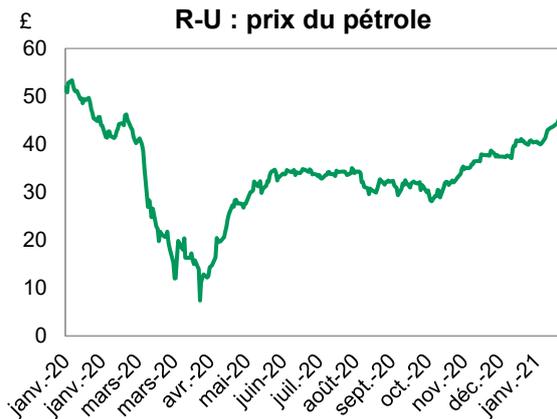
Le taux d'inflation CPI (variation sur un an de l'indice des prix à la consommation) a surpris très légèrement à la hausse en janvier remontant à 0,7%, contre une prévision de 0,6% pour le consensus et pour celle de la Banque centrale d'Angleterre (Crédit Agricole : 0,7%), après 0,6% en

décembre. L'inflation sous-jacente mesurée par l'indice CPI hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac a été stable à 1,4%.



Rebond des prix de l'énergie et de l'alimentation

La forte progression des prix du pétrole (+8% du cours du Brent exprimé en livres sterling sur le mois) a conduit à un rebond de l'indice des prix de l'énergie de 1,1%. Les prix des produits alimentaires ont aussi progressé de 1% sur le mois, un plus haut depuis janvier 2014. En contrepartie, des baisses des prix des services de transport et voyage (-0,9%), des services de communication (-0,3%) et des biens industriels hors énergie (-1,2% sur le mois) ont plus que compensé les hausses des composantes non-sous-jacentes. En conséquence, l'indice CPI a baissé de 0,2% en variation mensuelle.



Des poussées inflationnistes circonscrites

L'examen des sous-indices CPI en variation sur un an montre quelques surprises à la hausse. Tout d'abord, une forte accélération du taux d'inflation dans les prix de l'ameublement et d'équipements ménagers (à +1%, après -0,7% en décembre) qui s'explique probablement par une demande plus soutenue en lien avec les effets de la pandémie sur les comportements d'achat. Plus curieusement, on observe également une accélération des prix dans les hôtels, cafés et restaurants (taux d'inflation à 1,1%, après 0,1% en décembre), mais cela semble dû à des effets statistiques : en raison du confinement national entré en vigueur en janvier, une grande partie des prix dans la catégorie hôtels et restaurants n'était pas disponible et l'ONS a dû procéder à des ajustements en appliquant les taux de croissance de l'indice CPI total, ce qui a eu pour effet d'augmenter artificiellement le taux d'inflation dans cette rubrique. La hausse des prix des produits alimentaires et des boissons non-alcoolisées sur le mois de janvier (contre une baisse en janvier 2020) a conduit à une accélération de leur taux d'inflation (à -0,7%, après -1,4% en décembre). Il y a eu également une accélération du taux d'inflation dans le transport (à 2,1%), attribuée aux prix des services de transport et aux prix des véhicules de transport.

Dans la direction opposée, un recul substantiel des prix des vêtements (à -3,4%, après -1,8% en décembre) a largement contribué à annuler les contributions positives des facteurs susmentionnés. Il convient de noter que l'inflation des prix des vêtements a contribué négativement au taux d'inflation total depuis 2018, et la pandémie n'a fait qu'accentuer ce phénomène (la contribution de cette catégorie au taux d'inflation a été de -0,6 point de pourcentage en moyenne par mois depuis mars 2020).

La hausse du coût de l'énergie fait s'emballer les prix à la production

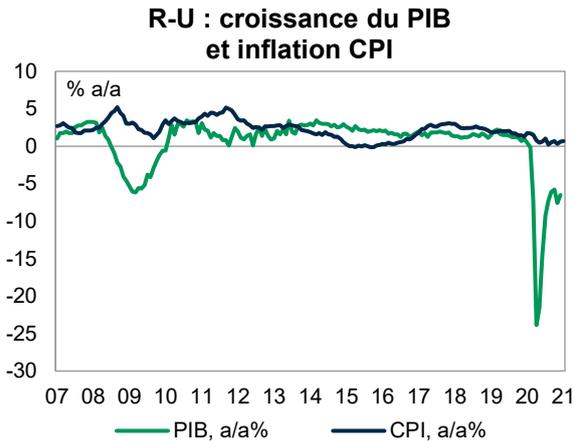
Si l'accélération des prix à la consommation est restée limitée en janvier, les prix des matériaux et des carburants utilisés dans la production manufacturière (prix des *inputs*) montrent quant à eux clairement un fort rebond : le taux d'inflation PPI a progressé à 1,3%, depuis 0,6% en décembre. Il s'agit du deuxième mois consécutif en territoire positif, après dix mois d'inflation négative entre février et novembre 2020. C'est en dépit d'une appréciation du taux de change de la livre sterling (+1,3% en termes effectifs en janvier) qui a pesé sur l'inflation des *inputs* importés (matériaux et pétrole). Le plus gros contributeur au rebond de 0,7 point de pourcentage (pp) de l'inflation PPI en janvier a été le prix du pétrole (0,4 pp), suivi par les prix des métaux et des minerais non-métalliques (0,2 pp) et les produits chimiques (0,1 pp). L'inflation des prix des *outputs* reste négative à -0,2%, mais en hausse depuis -0,5% en décembre.

Point sur l'impact de la pandémie sur l'inflation britannique

La pandémie a, du moins jusqu'à présent, eu un impact désinflationniste moins fort que la chute du PIB et la hausse associée des capacités non utilisées pouvaient le suggérer. L'inflation CPI est passée de 1,7% en février à un plus bas à 0,2% au mois d'août, certes très en-dessous de la cible d'inflation de 2% de la BoE mais toujours en territoire positif et s'inscrivant en hausse depuis. Le dernier rapport de politique monétaire de la BoE a présenté une analyse intéressante des facteurs qui permettent d'expliquer cette rigidité de l'inflation.

La baisse de l'inflation s'explique principalement par des facteurs exogènes et temporaires. En premier lieu, il s'agit de la baisse du cours du pétrole (-85% entre le pic en janvier et le plus bas en avril), mais aussi de l'électricité, du gaz et des carburants. Selon la BoE, la chute des prix de l'énergie a soustrait environ 0,6 pp au taux d'inflation depuis

avril en moyenne. Un autre facteur est lié aux mesures mises en place par le gouvernement pour soutenir le secteur de l'hôtellerie et la restauration. Il s'agit de la réduction de la TVA (passant de 20% à 5% en juillet) qui, selon la BoE, a pesé pour 0,2 pp au taux d'inflation en moyenne depuis août. Le retour à une TVA de 20% en avril 2021 devrait avoir l'effet opposé. On estime par ailleurs que le dispositif *Eat Out to Help Out* a soustrait 0,4 pp à l'inflation en août, sans toutefois avoir d'effet par la suite.

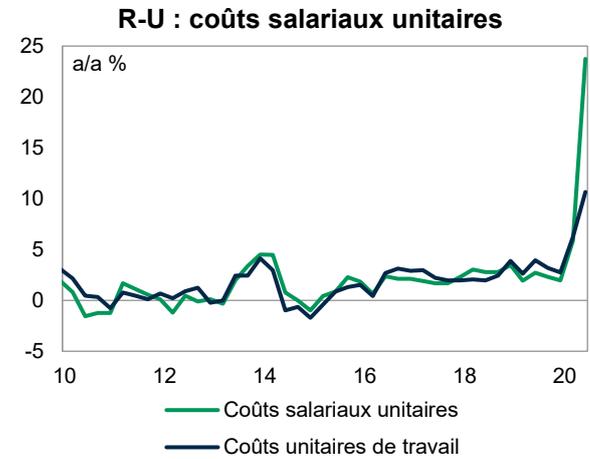


Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

Par rapport à l'inflation totale, la baisse de l'inflation sous-jacente a été plus limitée (-0,3 pp entre février 2020 et janvier 2021 à 1,4% pour le CPI hors énergie, alimentation, alcool et tabac). Selon la BoE, la baisse de la TVA serait le principal facteur derrière cette modération de l'inflation sous-jacente : hors impact de la TVA, l'inflation sous-jacente serait relativement stable. Cette stabilité reflète des tendances divergentes entre les prix des services et ceux des biens : alors que l'inflation des services (indice CPI services hors éducation, taxes aériennes, voyages à forfait) a baissé, en raison d'une demande plus faible, celle des biens (hors énergie, alimentation, tabac) a accéléré.

Du côté des facteurs fondamentaux influençant l'inflation sous-jacente, notamment les capacités non-utilisées sur le marché du travail, leur impact semble plus faible qu'en temps normal. Il y a plusieurs raisons à cette rigidité à la baisse des prix : une faible élasticité-prix de la demande, lorsque celle-ci est déjà fortement détériorée, une situation financière dégradée des entreprises, des coûts fixes les empêchant de baisser les prix, un déséquilibre offre-demande faisant monter les prix dans des secteurs ayant connu une hausse de la demande (par exemple les prix des véhicules d'occasion). Mais, facteur le plus important pour l'inflation sous-jacente, les coûts unitaires de travail (coût moyen du travail par unité produite) ont augmenté fortement (+5% sur un an au T3-2020 selon la BoE, après correction des effets du dispositif du chômage partiel). En effet, les coûts des

inputs ont baissé, ainsi que l'emploi (-1,7% entre février et novembre) et les pressions salariales se sont modérées. Ces baisses ont été bien moins prononcées que celle de la demande, donnant lieu à une envolée des coûts unitaires de production.



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

L'inflation devrait dépasser la cible de 2% plus tard cette année

Encore timide en ce début d'année, l'inflation devrait accélérer fortement au deuxième trimestre (à 1,6% en moyenne sur le trimestre). Les raisons sont encore une fois exogènes : des effets de base sur les prix de l'énergie (les baisses de l'année dernière disparaissant du calcul du glissement annuel), la hausse récente du prix du pétrole (conduisant à des hausses des prix administrés) et le rétablissement en avril de la TVA à 20% dans le secteur de la restauration. L'inflation devrait atteindre la cible de 2% au cours de l'été et terminer l'année légèrement au-dessus de la cible (à 2,2% au T4). Étant donné le caractère temporaire de ces facteurs, cette hausse de l'inflation ne devrait pas avoir d'implications dans la conduite de la politique monétaire de la BoE.

Début 2022, la dissipation de ces facteurs devrait faire cristalliser le « vrai » impact de la pandémie sur les pressions inflationnistes sous-jacentes. Dans un contexte de taux de chômage encore élevé, elle devrait provoquer une nouvelle baisse de l'inflation, ce qui pourrait raviver la probabilité de taux négatifs. En même temps, la reprise de la demande et la baisse concomitante des capacités non utilisées devraient exercer des pressions à la hausse sur les prix. On prévoit ainsi que l'inflation CPI restera proche de la cible, voire légèrement supérieure à celle-ci. En supposant que la BoE a raison dans ces anticipations d'une baisse graduelle du taux de chômage à partir du troisième trimestre 2020 et d'un *output gap* redevenant positif début 2022, une baisse de taux ne devrait voir le jour que si les anticipations d'inflation à moyen terme décrochent fortement.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
19/02/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
18/02/2021	<u>Brésil – La quadrature du cercle</u>	Amérique latine
17/02/2020	<u>Etes-vous Biden ou Bollywood ?</u>	Etats-Unis, Asie
17/02/2020	<u>Moyen-Orient & Afrique du Nord – Chute de l'épargne dans les pays les plus fragiles</u>	Emergents
16/02/2021	<u>Pays émergents – Inflation : un pilotage très délicat</u>	Emergents
15/02/2021	<u>Royaume-Uni – Flash PIB : une croissance plus forte que prévu au T4 en partie grâce au Brexit</u>	Royaume-Uni
15/02/2021	<u>Zone euro – "Whatever it takes", "quoi qu'il en coûte", ou l'action collective sur les anticipations</u>	UE
12/02/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
11/02/2021	<u>ECO Tour 2021 : état de l'économie française secteur par secteur</u>	Macroéco et sectoriels
10/02/2021	<u>Barre au centre : le laboratoire italien, avant-poste du recul de l'antisystème en Europe ?</u>	UE
10/02/2021	<u>Hongrie – La stratégie d'un pays qui souhaite devenir incontournable</u>	PECO
09/02/2021	<u>Dettes publique et externe : le Tchad et l'Éthiopie ouvrent le bal des demandes de restructuration</u>	Afrique
08/02/2021	<u>Italie – Mario Draghi, l'homme providentiel européen, sera-t-il celui de l'Italie ?</u>	Italie
05/02/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
05/02/2021	<u>Zone euro – Conjoncture Flash PIB : repli contenu du PIB au T4 2020</u>	UE
03/02/2021	<u>Italie – Conjoncture flash : recul modéré du PIB au T4</u>	Italie
03/02/2021	<u>La promesse d'une sidérurgie verte</u>	Mines & métaux
03/02/2021	<u>Asie du Sud-est – La reprise épidémique menace la trajectoire de reprise de certains pays</u>	Asie
02/02/2021	<u>Russie – Attention à la guerre de position</u>	PECO
01/02/2021	<u>Italie – Une semaine de consultations qui rebat les cartes</u>	Italie

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 : <https://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.