

Perspectives

N°22/049 – 7 février 2022

PAROLE DE BANQUES CENTRALES

La BoE à la conquête du temps perdu

Le resserrement se poursuit

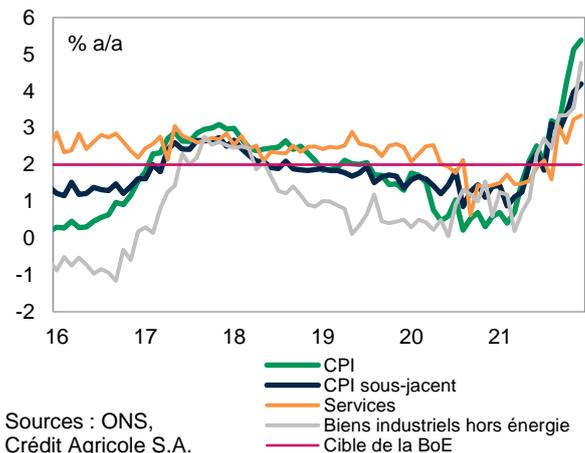
En ligne avec les anticipations, la BoE a augmenté son taux directeur de 25 points de base à 0,5% à l'issue de sa réunion de politique monétaire de février. Il s'agit du deuxième relèvement après la hausse de 15 points de base en décembre. Le taux directeur retrouve ainsi le niveau auquel il était entre 2009 et 2016. Selon l'ensemble des neuf membres du comité de politique monétaire (MPC), « les tensions actuelles sur le marché du travail et les signes continus d'une plus grande persistance dans les pressions domestiques sur les coûts et les prix » justifient largement le resserrement. Plus que l'envolée des prix des matières premières, la BoE considère les pressions salariales, qui s'inscrivent en nette hausse, comme le principal risque haussier sur les perspectives d'inflation. Ces pressions reflètent aussi bien les tensions sur le marché du travail que des revalorisations salariales en réponse à la hausse de l'inflation.

Certains membres ont préféré une hausse de taux plus importante

Près de la moitié des membres du comité (quatre sur cinq) ont voté pour une augmentation du taux de 50 points de base. Pour eux, la forte hausse des négociations salariales observée récemment était susceptible d'entraîner une inflation plus persistante que prévu. La politique monétaire devait être resserrée plus fortement, afin d'éviter qu'une tendance haussière dans les salaires et dans les anticipations d'inflation ne s'établisse durablement, ce qui pouvait menacer le retour soutenable de l'inflation à la cible de 2% à moyen terme. La majorité du comité a toutefois préféré agir par des petits pas, afin de ne pas provoquer une sur-réaction des marchés en donnant un signal trop agressif pour le resserrement à venir. Selon ces membres du comité, les anticipations de marché étaient déjà suffisantes pour que les prévisions

d'inflation tombent « bien en-dessous de la cible au cours de la troisième année de l'horizon de prévision ».

R-U : inflation CPI



Nouvelles prévisions d'inflation : une histoire en deux temps

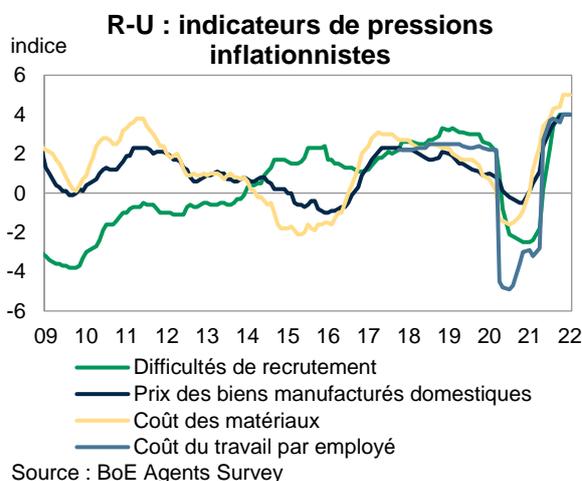
Pour comprendre la décision de la majorité du MPC et en tirer des implications pour le resserrement à venir, il faut passer par une analyse des prévisions d'inflation de la BoE. En effet, elle ne donne qu'une *forward guidance* assez succincte sur ses intentions qui consiste à dire que tout resserrement futur de la politique monétaire va dépendre des perspectives d'inflation à moyen terme (sous-entendu à horizon de trois ans) et que « si l'économie évoluait globalement en ligne avec les nouvelles prévisions centrales, un resserrement supplémentaire modeste devrait être approprié dans les prochains mois ». Les prévisions de la BoE étant fondées sur l'hypothèse que le taux directeur suit les anticipations de marché, une prévision de l'inflation CPI inférieure à la cible de 2% à moyen terme indiquerait des anticipations de marché trop agressives (et inversement). La BoE indique que ses nouvelles

prévisions sont fondées sur les anticipations de marché d'un taux directeur à 1,4% d'ici mi-2023.

L'inflation CPI a atteint 5,4% en décembre (4,2% pour le CPI sous-jacent), soit 1 point de pourcentage de plus que les prévisions de la BoE de son rapport de novembre. Le dépassement par rapport à la cible de 2% concernait un grand nombre de composantes, mais surtout les biens *core*. Selon la BoE, les prix des biens *core* et les prix de l'énergie expliquaient la majorité du dépassement de l'inflation CPI par rapport à la cible. L'inflation des services est par ailleurs montée largement au-dessus de son rythme d'avant-Covid.

La BoE a révisé significativement à la hausse ses prévisions d'inflation à court terme. Le choc sur les prix de l'énergie et des biens marchands pousse l'inflation CPI vers un pic à 7,3% en avril, soit près de 2 points de pourcentage au-dessus des projections de novembre. Ensuite, la BoE anticipe une modération de l'inflation vers la cible de 2% d'ici début 2024, dans l'hypothèse de prix de l'énergie constants après six mois de hausse et un assouplissement des goulets d'étranglement, entraînant une légère baisse des prix des marchandises. Elle prévoit également une modération de la croissance des salaires à partir de 2023, ce qui contribue également au recul de l'inflation. Dans l'hypothèse que le taux directeur suit les anticipations de marchés (taux directeur à 1,4% mi-2023), l'inflation s'approche de la cible de 2% début 2024 et baisse un peu plus en 2024 pour s'établir à 1,6% début 2025.

Les prévisions de la BoE sont assorties d'un léger risque haussier, reflétant la possibilité d'une hausse des anticipations d'inflation de long terme de telle façon que l'évolution des prix et des salaires ne permette pas un retour de l'inflation vers la cible de 2%. Le MPC considère que les anticipations d'inflation sont bien ancrées actuellement, malgré leur hausse récente.



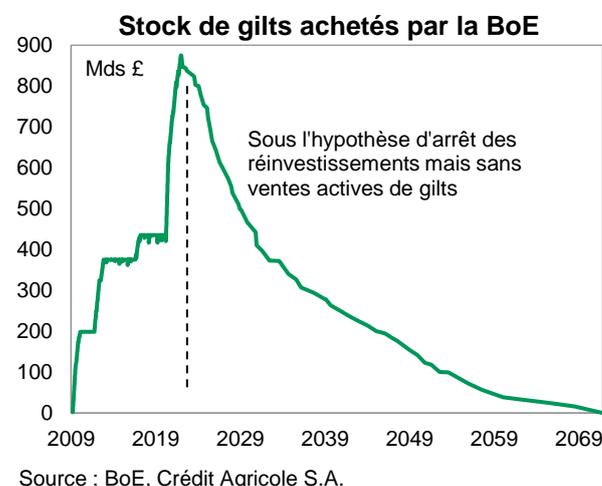
Sombres perspectives pour la demande en raison du choc sur les prix

Le choc des prix d'énergie et des biens sur les revenus des ménages provoquera une chute significative du revenu réel disponible cette année (-2%). Au choc des prix s'ajoute le resserrement de la pression fiscale. En conséquence, la consommation des ménages ralentit plus que prévu précédemment au cours des deux prochaines années, la croissance du PIB est plus faible, le taux de chômage augmente et l'*output gap* redevient négatif :

- ✓ La consommation des ménages ne croîtrait que de 5,3% en 2022, contre 7,8% anticipé dans le rapport de novembre.
- ✓ La croissance du PIB serait de 3,8% seulement cette année, contre 5% prévu en novembre, en raison du ralentissement prévu de la demande. Elle s'établit ensuite autour de 1% en 2023.
- ✓ Le taux de chômage commence à augmenter légèrement à partir du T2-2022 et atteint 5% d'ici 2025.
- ✓ L'*output gap* redevient négatif d'ici fin 2022 et continue d'augmenter pour atteindre -1% du PIB potentiel début 2025.
- ✓ La croissance des salaires, actuellement supérieure à son rythme d'avant-crise, continuerait d'augmenter cette année (vers 4,8%). Cela reflète des renégociations salariales en hausse en réponse à l'inflation et les tensions sur le marché du travail.

La BoE commence la réduction de son bilan

Le MPC a décidé à l'unanimité de commencer à réduire son stock de titres achetés, aussi bien celui des *gilts* (875 milliards £) que celui des obligations d'entreprise (20 milliards £).

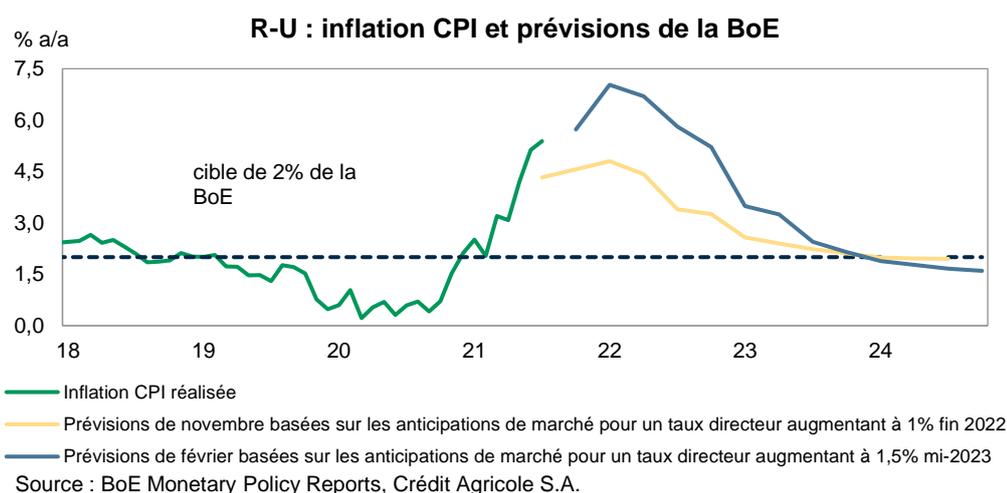


En ligne avec sa *forward guidance* publiée en août 2021, le MPC a décidé d'arrêter les réinvestissements des titres d'État (*gilts*) arrivant à maturité. Cela était en ligne avec les anticipations et conforme à l'objectif de la BoE de réduire son stock de titres d'État achetés de manière « graduelle et prévisible ». Pour rappel, la BoE a arrêté les achats de *gilts* en décembre après avoir procédé à leur *tapering* progressif au cours de la seconde moitié de 2021.

Le MPC a aussi décidé d'arrêter les réinvestissements des titres obligataires d'entreprises arrivant à maturité et de procéder à des ventes actives de titres. Les ventes s'écouleront au moins jusqu'à fin 2023, avec pour objectif de dénouer complètement le stock de titres achetés. Les détails

du programme de ventes de titres seront publiés dans les trois prochains mois. La BoE note qu'il sera désigné de telle façon qu'il ne perturbe pas le bon fonctionnement des marchés obligataires.

Par ailleurs, la BoE précise que les ventes d'obligations d'entreprise ne sont en aucun cas un signal quelconque concernant les éventuelles ventes futures de *gilts*. Elle a réitéré qu'elle n'envisagerait un début de ventes actives de titres d'État que lorsque le taux de base aurait atteint au moins 1%, et si les conditions économiques le nécessitaient. Le comité a également répété que le taux directeur reste son instrument préféré d'ajustement de la politique monétaire.



Sang-froid à court terme, prudence à moyen terme

De prime abord, la communication de la BoE envoie plusieurs signaux *hawkish* : le résultat des votes, la décision surprise de commencer la réduction du stock d'obligations d'entreprise, les prévisions d'inflation revues à la hausse à court terme. La BoE semble par ailleurs persuadée que le resserrement doit se poursuivre aussi bien *via* le taux directeur qu'à travers le *quantitative tightening*. Cependant, le reste du discours est loin d'être optimiste. Les nouvelles prévisions de la BoE dessinent un avenir difficile pour le consommateur avec cette baisse anticipée considérable de son pouvoir d'achat (-2% cette année) et la hausse prévue du taux de chômage. La BoE déclare clairement qu'il n'est pas en son pouvoir d'agir contre la hausse des prix de l'énergie et des biens, dont le Royaume-Uni est importateur net. Ramener l'inflation vers la cible de 2% semble donc devoir passer par une désinflation

domestique, impliquant notamment des actions pour limiter les revalorisations des salaires et éviter qu'une boucle prix-salaires (déjà à l'œuvre) ne se mette durablement en place. De ce point de vue, une hausse du taux de chômage telle que prévue par la BoE serait une évolution bienvenue pour ne pas dire souhaitable, afin de dissiper les tensions sur les salaires et couper définitivement l'herbe sous les pieds de la boucle prix-salaires.

La BoE déclare elle-même faire face à un dilemme car en même temps que l'inflation resterait très supérieure à sa cible au cours des deux prochaines années, la demande ralentirait, en partie sous l'effet lui-même de la hausse des prix, et les capacités non utilisées augmenteraient. L'inflation devrait baisser sous la cible à moyen terme, en partie en raison d'une réapparition d'un *output gap* négatif. Pourtant, malgré ces prévisions pessimistes à moyen/long terme (croissance à seulement 1% par an) la BoE poursuit son resserrement.

Sa fonction de réaction aurait-elle changé pour ne plus être fonction des perspectives à moyen terme, mais davantage une réaction à des chocs de nature exogènes ? Absolument pas, le resserrement nous paraît constituer une réaction tardive aux évolutions du marché du travail qui a sans cesse surpris positivement et à la volonté de la BoE de couper court aux pressions salariales. Une erreur de prévision donc et par conséquent de décision de politique monétaire avec un resserrement qui aurait dû sans doute commencer plus tôt.

La volonté de rattraper le temps perdu suggère la nécessité de poursuivre le resserrement à court terme, avec un probable tour de vis supplémentaire en mars prochain, ramenant le taux directeur à 0,75%, soit son niveau d'avant la crise Covid. Il pourrait être suivi d'une pause en mai (rapport de politique monétaire), afin de prendre la mesure des développements et de l'impact du choc printanier sur la consommation (hausse des prix de l'énergie et des charges sociales). Si le ralentissement

anticipé se confirmait ainsi que la hausse du taux de chômage, la BoE pourrait ralentir son resserrement. Notre scénario central table sur un taux directeur à 1% début 2023, avec deux hausses au total cette année et une dernière au premier trimestre 2023, mais il nous semble que le resserrement sera plus avancé et plus rapide. En revanche, les anticipations de marché pour un taux directeur à 1,4% à la mi-2023 sont vraisemblablement jugées trop agressives.

Le stock de *gilts* achetés va diminuer de 28 milliards de livres en mars 2022. Fin 2022, il aura atteint 838 milliards de livres et 803 milliards de livres fin 2023, soit un repli très graduel. La BoE pourra alors étudier la nécessité de ventes actives de *gilts*. Compte tenu de ses prévisions économiques de ralentissement et de modération de l'inflation celles-ci pourraient ne pas être jugées nécessaires.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
04/02/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
04/02/2022	<u>Parole de banques centrales - BCE : entre la lettre et l'esprit, les marchés achètent l'esprit</u>	Zone euro
03/02/2022	<u>L'indispensable recyclage des métaux</u>	Mines & métaux
03/02/2022	<u>Inde – Acheter du temps pour soutenir la reprise</u>	Inde
02/02/2022	<u>Zone euro – Conjoncture, flash : une première estimation du PIB à 0,3% au T4 2021</u>	Zone euro
02/02/2022	<u>Mexique – Le risque de résistance de l'inflation</u>	Amérique latine
01/02/2022	<u>Turquie – La crise, derrière l'apesanteur</u>	Turquie
31/01/2022	<u>États-Unis – La Fed confirme le démarrage très proche de son resserrement monétaire</u>	États-Unis
28/01/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
28/01/2022	<u>France – Conjoncture, Flash PIB : le PIB poursuit sa marche en avant</u>	France
27/01/2022	<u>Draghi ou pas Draghi ? Une élection à enjeux en Italie</u>	Italie
27/01/2022	<u>Zone euro – Grande démission ? Non merci</u>	Zone euro
26/01/2022	<u>Ghana – Fortes incertitudes sur la soutenabilité de la dette souveraine</u>	Afrique
25/01/2022	<u>Russie, États-Unis, Ukraine – Le moment Cuba</u>	Ukraine
25/01/2022	<u>Royaume-Uni – Scénario 2021-2023 : une nouvelle année de défis</u>	Royaume-Uni
25/01/2022	<u>Europe – Et si, finalement, 2022 était une bonne année ?</u>	Europe
24/01/2021	<u>Chine – 2022, ou la lutte annoncée de la structure et de la conjoncture</u>	Chine
21/01/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde

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.