

Perspectives

N°22/339 – 7 novembre 2022

ROYAUME-UNI – Politique monétaire Resserrement des taux : l'essentiel est probablement passé

En ligne avec les anticipations, la Banque centrale d'Angleterre (BoE) a accéléré son resserrement monétaire le 3 novembre dernier. Après avoir relevé son *Bank rate* de 50 points de base (pdb) en septembre, puis en août, elle a procédé à une hausse de 75 pdb à l'issue de sa dernière réunion, ce qui constitue la plus forte hausse depuis plus de trente ans. **Le taux directeur atteint 3%, un plus haut niveau depuis 2008.** La décision n'a pas été prise à l'unanimité. Deux des neuf membres du comité de politique monétaire (MPC) ont voté pour une hausse de taux moins forte, de 50 pdb et de 25 pdb respectivement, mettant en avant le fait que l'économie se contractait déjà et qu'un resserrement soutenu pouvait provoquer une récession plus forte et plus profonde, surtout que la politique monétaire agissait avec retard sur l'économie réelle.

Une tonalité *dovish*

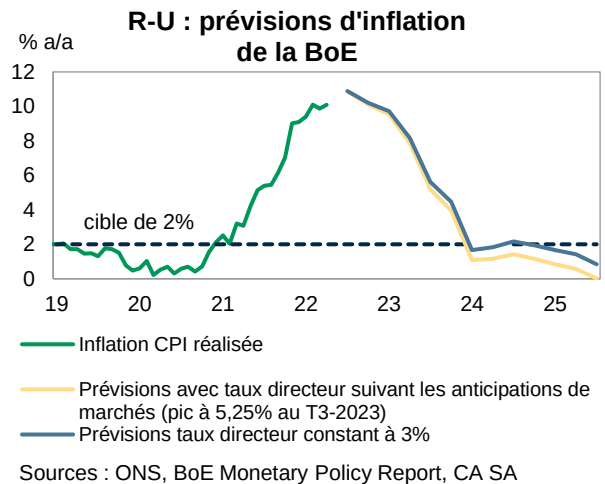
En plus de l'absence d'unanimité dans la décision la nouvelle *forward guidance* de la BoE a été clairement *dovish*. En effet, la BoE a déclaré explicitement, et de manière assez inhabituelle, que **son taux directeur n'allait pas monter aussi haut que l'anticipaient les marchés** (soit un pic du taux directeur à 5,25% au troisième trimestre 2023). Alors qu'en septembre la majorité du comité de politique monétaire signalait que « l'ampleur, le rythme et le *timing* de tout changement futur des taux allait refléter l'appréciation des perspectives économiques et des pressions inflationnistes », à présent, les membres du MPC considèrent que des hausses supplémentaires du taux directeur « *pourraient être nécessaires* » pour ramener l'inflation à la cible de manière soutenable. **La BoE paraît donc plus hésitante quant à la nécessité de poursuivre le resserrement dans les prochains mois.** Si les pressions inflationnistes venaient à persister toutefois, le comité de politique monétaire a réitéré qu'il « répondrait avec force » si nécessaire.

Prévisions d'inflation à moyen terme très faibles, mais entourées de risques haussiers records

Les nouvelles prévisions de croissance et d'inflation, publiées dans le *Monetary policy report* de novembre, viennent étayer ce changement de tonalité. À court terme, certes, l'inflation restera élevée culminant à près de 11% au quatrième trimestre. Ce pic est moins haut qu'anticipé en août dernier grâce au plafonnement des prix de l'énergie introduit par le gouvernement de Liz Truss, qui a pris effet en octobre. En outre, une bonne partie des facteurs globaux qui ont poussé les prix vers le haut depuis 2021 (cours de l'énergie, pénuries d'offre, délais de livraison) sont en train de reculer. À partir du printemps 2023, les prévisions d'inflation baissent fortement grâce à des effets de base favorables sur l'inflation des prix des matières premières et des marchandises ainsi qu'à un recul anticipé des pressions inflationnistes domestiques avec la détérioration probable des conditions sur le marché du travail. **À moyen terme, les prévisions d'inflation de la BoE se situent nettement sous la cible de 2%. Elles tablent sur un taux d'inflation CPI (indice des prix à la consommation) à 1,4% à horizon de deux ans et à 0% à horizon de trois ans**, sous l'hypothèse d'un taux directeur qui suit les anticipations de marché. Il faut remonter à novembre

2011 pour trouver un écart négatif plus important par rapport à la cible à horizon de deux ans. Plus intéressant encore, sous l'hypothèse d'un taux directeur constant à 3%, l'inflation baisserait à 2,2% à l'horizon de deux ans, mais chuterait à 0,8% à trois ans.

Si ce n'était pas la très forte incertitude entourant ces prévisions, de tels écarts par rapport à la cible à moyen terme auraient conduit à une décision de baisse de taux par le MPC et non à une hausse. Cette apparente incohérence entre politique monétaire et prévisions d'inflation semble se justifier par **l'existence de risques haussiers (skew positif) entourant les prévisions d'inflation. Le MPC semble donc agir en réponse à ces risques et non par rapport à la valeur centrale de la prévision.** En effet, les prévisions d'inflation montrent un skew historiquement record à 0,5 point de pourcentage, ce qui reflète « la possibilité de plus de persistance dans la fixation des prix et des salaires », selon le gouverneur de la BoE Andrew Bailey. La BoE note ainsi qu'il faut aussi considérer la valeur moyenne des prévisions et pas seulement la valeur modale. L'inflation moyenne se situe à 2,7% à horizon de deux ans, sous l'hypothèse d'un taux directeur constant.



Une récession longue est anticipée, sans même inclure un resserrement budgétaire à venir

La BoE anticipe une croissance trimestrielle de -0,5% au troisième trimestre 2023 (après +0,2% au T2), ce qui marquerait le début d'une récession longue de huit trimestres. La prévision de croissance pour 2023 est restée inchangée à -1,5%. Pour 2024, la BoE anticipe à présent une baisse du PIB de -1%, contre -0,25% prévu en août.

Ces prévisions sont fondées sur l'hypothèse d'un soutien fiscal aux ménages et aux entreprises tel qu'annoncé par le gouvernement jusqu'au 17 octobre dernier inclus. Elles ne prennent pas en compte le très probable resserrement budgétaire qui devrait être annoncé par le gouvernement le 17 novembre prochain et qui serait de l'ordre de 50 milliards de livres, selon des fuites dans la presse.

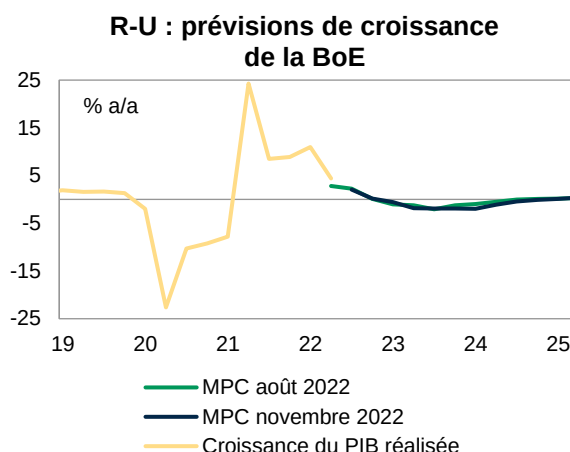
Les nouvelles prévisions de la BoE incluent donc un stimulus budgétaire significatif par rapport aux prévisions du mois d'août (d'au moins 72 milliards de livres ou 2,8% du PIB 2022, selon nos calculs), composé de :

- 1 - Un plafond des prix de l'énergie** tel que prévue dans *the Energy Price Guarantee, EPG* (cette mesure stabilise les prix de l'énergie à 2 500 £ par an pour le ménage moyen seulement jusqu'en avril prochain, mais le gouvernement s'est engagé à des mesures plus ciblées pour après) ;
- 2 - Des baisses d'impôts et de taxes qui ont été confirmées** par Jeremy Hunt le 17 octobre (dont notamment l'annulation de la hausse prévue des contributions sociales, la baisse de la taxe sur les transactions immobilières, le crédit d'impôt sur l'investissement des entreprises de 1 million de livres).

En outre, conformément aux promesses du gouvernement, la BoE a fait **l'hypothèse du maintien d'un stimulus relatif aux prix de l'énergie au-delà des six prochains mois**, qui permettrait une certaine stabilité des prix d'énergie pour dix-huit mois supplémentaires à un niveau à mi-chemin entre la limite de 2 500 £ annoncée dans l'EPG et le niveau impliqué par la méthode de calcul du plafond d'Ofgem. Si la volatilité et tout potentiel de hausse de la composante énergie s'en trouvent ainsi limitées, l'ensemble des aides liées à l'énergie devrait stimuler la demande agrégée (de 0,3% selon la BoE) et pourrait pousser vers le haut l'inflation des biens et services hors énergie.

Mais alors pourquoi ces prévisions si pessimistes ?

Il apparaît qu'elles reflètent surtout l'impact du resserrement significatif des conditions financières depuis le mois d'août et plus particulièrement depuis le « mini-budget » (hausse des taux, baisse des actifs risqués et dépréciation de la livre sterling), ainsi que la très probable poursuite du resserrement des conditions de crédit. Après tout, les anticipations de taux de marché ont significativement monté : plus de 200 points de base depuis août.



Sources : BoE, ONS, Crédit Agricole S.A.

✓ **Notre opinion** – En conclusion, on retiendra de la réunion de la BoE de novembre surtout ses messages dovish, qui suggèrent : 1/ que le rythme de resserrement monétaire devrait ralentir dans les prochains mois, sauf surprise par rapport aux prévisions et 2/ que le taux directeur serait plus proche de son pic que ne l'anticipent les marchés. La BoE semble avoir voulu envoyer un signal clair aux marchés qu'ils sont allés trop loin dans leurs anticipations de taux.

La réaction de marchés est mitigée : ils continuent de prévoir un pic du taux directeur à 4,7% à la mi-année 2023, très proche des anticipations qui prévalaient immédiatement avant la réunion du MPC de novembre. Tout comme la BoE qui attend les annonces du gouvernement de Rishi Sunak sur le resserrement budgétaire à venir, les marchés sont probablement en attente de voir quelles mesures vont être annoncées afin de faire reculer la dette à horizon de cinq ans. En effet, sans faire de prévisions à ce stade, elles pourraient inclure des baisses des dépenses et des hausses d'impôts moins imminentes qu'on pourrait le craindre ce qui impliquerait une demande toujours relativement stimulée à court terme. Tout comme la BoE, les marchés pourraient donc donner plus de poids sur les risques haussiers entourant les prévisions d'inflation, notamment les risques de plus persistance à court terme.

Notre scénario établi à la suite du « mini-budget » de Liz Truss incorporait un stimulus fiscal significatif qui nous avait conduits à revoir à la hausse significativement nos prévisions pour le resserrement monétaire avec un taux directeur montant à 4,5% à la mi-2023. Ces prévisions nous semblent à présent trop élevées étant donné les annulations faites par Jeremy Hunt d'une bonne partie des mesures du « mini-budget » et le resserrement budgétaire qui sera annoncé le 17 novembre. Si une hausse de taux en décembre reste très probable (de 50 points de base, comme prévu) ainsi qu'en janvier (25 points de base) ce qui porterait le taux directeur à 3,75%, la réunion de février pourrait être celle de l'arrêt du resserrement des taux (à la lumière des nouvelles prévisions d'inflation et de croissance).

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
03/11/2022	<u>Italie – Scénario 2022-2023 : éviter la tempête parfaite</u>	Italie
03/11/2022	<u>Ce que les Américains nous disent de leur stratégie</u>	Monde
03/11/2022	<u>Égypte – Accord a minima avec le FMI et nouvelle dévaluation de la livre</u>	Afrique et Moyen-Orient
02/11/2022	<u>Espagne – Scénario 2022-2023 : modération de la croissance en vue</u>	Zone euro
02/11/2022	<u>Chine – La publication des chiffres de croissance n'éteint pas les inquiétudes du marché</u>	Asie
31/10/2022	<u>Parole de banques centrales – BCE : la banque centrale ne relâche pas son « contrôle robuste » sur l'inflation</u>	Zone euro
31/10/2022	<u>États-Unis – L'économie américaine a renoué avec la croissance au troisième trimestre</u>	États-Unis
28/10/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
28/10/2022	<u>Zone euro – Scénario 2022-2023 : un choc de compétitivité immédiat, durable et doublement asymétrique</u>	Zone euro
28/10/2022	<u>France – Conjoncture – Flash PIB : la croissance ralentit au troisième trimestre</u>	France

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** : Alexis Mayer

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.