

Perspectives

N°26/067 – 20 mars 2026

ROYAUME-UNI – *Bank of England* : « prête à agir »

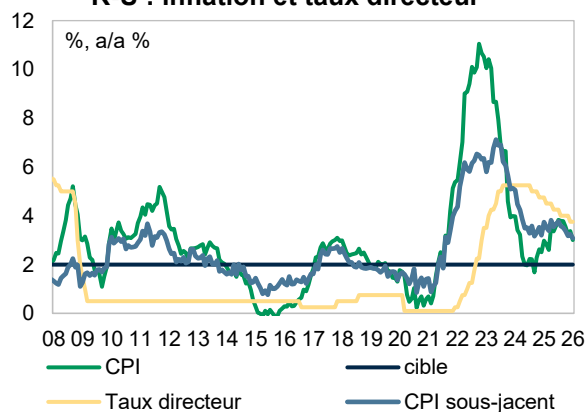
- La Banque centrale d'Angleterre (BoE) a laissé son taux directeur inchangé à 3,75% à l'issue de sa réunion du 18 mars, en ligne avec les anticipations.
- Avant l'éclatement de la guerre au Moyen-Orient, une nouvelle baisse de taux en mars était considérée comme le plus probable par les marchés (en ligne avec notre scénario).
- La BoE a surpris par la tonalité *hawkish* de sa décision, d'abord en raison du caractère unanime du vote pour le *statu quo* (9-0) et, ensuite, par l'accent mis sur les risques haussiers sur l'inflation à moyen terme. Le consensus anticipait deux votes en faveur d'une baisse de taux.
- La plupart des membres du comité de politique monétaire (MPC) se montrent attentifs aux risques d'effets de second tour qu'un nouveau choc sur l'inflation pourrait impliquer sur les prix à moyen terme, notamment à travers la boucle prix-salaire. Ils se tiennent « prêts à agir si nécessaire » pour garantir que l'inflation reste sur la bonne voie pour atteindre l'objectif de 2% à moyen terme. Cela suggère une hausse de la probabilité de relèvement du taux directeur (*Bank rate*) à la prochaine réunion de politique monétaire (30 avril).
- Selon les estimations préliminaires de la BoE, l'inflation CPI devrait être proche de 3% à 3,5% au cours des deux prochains trimestres (au lieu de 2% dans ses prévisions de février). Ces prévisions sont assorties de risques haussiers, car elles n'intègrent pas les toutes dernières hausses du prix du pétrole.

Prévisions d'inflation revues à la hausse à court terme en raison du choc d'offre provoqué par la guerre au Moyen-Orient

Le MPC vote pour le statu quo sur les taux à l'unanimité

La BoE a laissé son taux directeur inchangé à 3,75% à l'issue de sa réunion du 18 mars, en ligne avec les anticipations, et toujours légèrement en territoire restrictif. La décision a été prise à l'unanimité, ce qui a surpris par rapport aux prévisions du consensus qui anticipait un vote encore partagé. Le consensus tablait sur la possibilité d'un vote en faveur d'une baisse de taux par deux membres du MPC, vraisemblablement Swati Dhingra et Alan Taylor. Compte tenu de l'incertitude créée par la guerre au Moyen-Orient sur les perspectives d'inflation, ces deux membres ont préféré rejoindre la majorité du Comité et garder les taux stables. Pour Swati Dhingra, les perspectives économiques sont à la croisée des chemins et la politique monétaire pourrait évoluer dans les deux sens (à la hausse comme à la baisse pour le taux directeur) en fonction de l'ampleur et de la durée du choc. Pour Alan Taylor en revanche, la barre pour une hausse des taux est haute. Pour ces

R-U : inflation et taux directeur



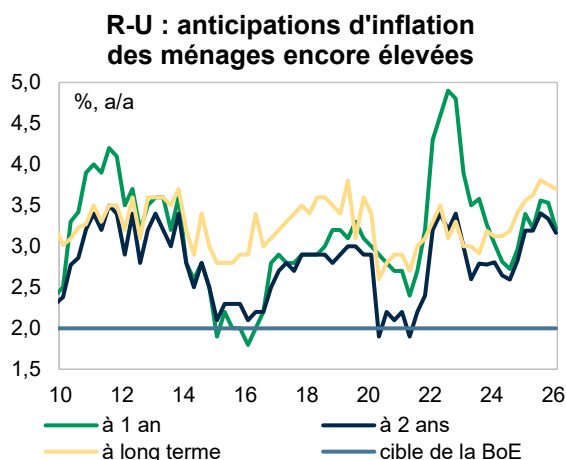
Sources : ONS, Crédit Agricole SA

deux membres du MPC, des baisses de taux pourraient être nécessaires si le choc se révélait de courte durée du fait de son impact désinflationniste sur la demande.

L'atteinte de la cible d'inflation de nouveau repoussée

Avant l'éclatement de la guerre israélo-américaine contre l'Iran, nous avions anticipé une baisse de taux, d'abord pour la réunion de politique monétaire de février, laquelle ne s'est pas matérialisée, puis pour celle du mois de mars. Les marchés, qui n'anticipaient pas de baisses de taux ce trimestre, avaient fini par nous donner raison et, dans les jours précédant l'éclatement de la guerre contre l'Iran, ils considéraient une baisse de taux en mars comme le plus probable.

En effet, le processus de désinflation était sur la bonne voie. L'inflation a atteint son pic à 3,8% en septembre, comme prévu, avant de baisser à 3,4% en moyenne au quatrième trimestre (en ligne avec la prévision de la BoE de février) et à 3% en janvier (contre 2,9% pour la prévision de la BoE). La cible de 2% était à portée de main : en effet, l'inflation devait atteindre 2% en avril en grande partie grâce aux mesures gouvernementales présentées dans le budget de l'automne. Par ailleurs, les pressions domestiques sur les prix s'étaient apaisées : les capacités non utilisées du marché du travail augmentaient depuis plusieurs mois, avec un emploi en baisse et un taux de chômage en hausse (5,2% sur les trois mois à fin janvier, supérieur à son niveau d'équilibre) ; la croissance des salaires dans le secteur privé a reculé à 3,4% sur les trois mois à fin janvier, en baisse pour le douzième mois consécutif et désormais proche du niveau que la BoE juge compatible avec sa cible d'inflation (3,25%). Les anticipations d'inflation s'inscrivaient en baisse, bien que les anticipations d'inflation des ménages à long terme demeurent élevées à 3,7%.



Sources : BoE Inflation Attitude Survey, Crédit Agricole S.A

L'activité a ralenti fortement au second semestre 2025 et, bien que les enquêtes auprès des entreprises suggèrent une accélération au premier trimestre, les données de PIB pour le mois de janvier (croissance nulle sur le mois) étaient décevantes et pointaient toujours vers une demande domestique en quasi-stagnation. La BoE note dans ses *minutes* de mars que la croissance du PIB du quatrième trimestre était inférieure à ses anticipations (PIB en hausse trimestrielle de 0,1% contre 0,2% attendu) et ses nouvelles prévisions tablent sur une croissance « sous-jacente » de nouveau de l'ordre de 0,1% à 0,2% au premier trimestre.

Un choc d'environ 1 à 1,5 point de pourcentage sur l'inflation à court terme, selon les estimations préliminaires de la BoE, assorti de risques haussiers

La guerre au Moyen-Orient et la fermeture du détroit d'Ormuz changent la donne pour les perspectives d'inflation à court et à moyen termes. Ce nouveau choc d'offre significatif, et potentiellement durable, remet en cause le scénario de baisse imminente de l'inflation à la cible au deuxième trimestre. Les prix du pétrole et du gaz naturel sont de 60% plus élevés que ses hypothèses sous-jacentes de février (prix du pétrole supérieur à 100 dollars le baril en amont de la réunion de mars et prix spot européen du gaz naturel à plus de 50 euros le MWh).

La BoE souligne à de multiples reprises dans ses *minutes* que l'ampleur et la durée du conflit seront cruciales pour les perspectives d'inflation, à court terme, mais également à moyen terme. L'impact va dans un premier temps dépendre de l'évolution des marchés de l'énergie et des autres matières premières. Le BoE note que « *même un conflit de courte durée est susceptible de provoquer un retard dans le rétablissement de la production d'énergie à des niveaux normaux, ainsi que la possibilité d'une instabilité persistante, pouvant maintenir les prix de l'énergie élevés pendant un certain temps. Un conflit plus prolongé pourrait entraîner des perturbations plus larges de la chaîne d'approvisionnement, susceptibles de faire augmenter davantage l'inflation, par exemple en raison de la perturbation des transports aériens et maritimes, des impacts sur l'approvisionnement en engrais et des perturbations commerciales.* ». En conséquence, la BoE prévoit désormais une inflation d'environ 3% au deuxième trimestre (contre 2,1% dans ses prévisions de février) et d'environ 3,5% au troisième trimestre (2,0% dans ses prévisions de février).

La BoE s'inquiète davantage des risques d'effets de second tour, que d'un *output gap* plus négatif

L'équilibre des risques, selon la BoE, penche en faveur d'une inflation plus forte à moyen terme

Comme d'habitude à la suite de chocs externes sur les niveaux de prix, la BoE n'envisage pas d'ajuster sa politique monétaire en réponse à l'impact à court terme sur l'inflation, surtout s'il est temporaire. En revanche, sa politique monétaire sera ajustée en fonction des changements qu'un tel choc impliquerait pour perspectives d'inflation à moyen terme. Elle voit des risques baissiers du fait de l'affaiblissement de la croissance (baisse du pouvoir d'achat des ménages notamment), mais aussi des risques haussiers liés à la possibilité d'effets de second tour sur les salaires et les prix. Les *minutes* notent clairement que les risques se sont accrus dans les deux sens mais que « *les risques à la hausse semblaient s'être accrus de manière plus notable depuis février* ».

La crainte d'une boucle prix-salaire semble dominer sur les risques baissiers, selon la BoE

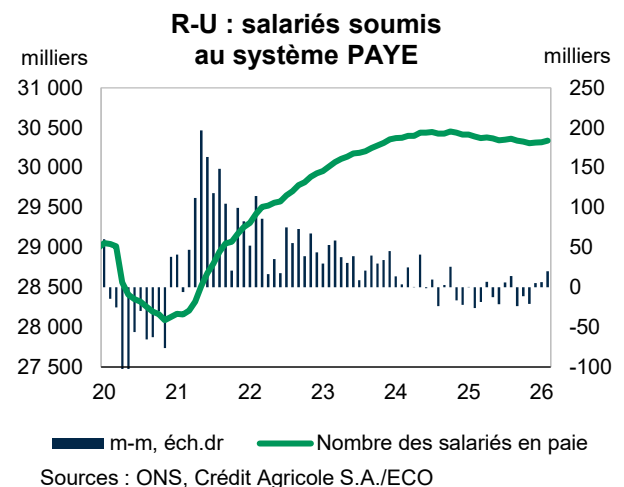
Le MPC est attentif au risque accru de pressions inflationnistes domestiques, du fait de la possibilité d'effets de second tour sur la fixation des salaires et des prix dans un contexte d'anticipations d'inflation des ménages encore élevées. Ce risque serait d'autant plus grand que les prix élevés de l'énergie persisteraient. La BoE explique que les hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires, qui devraient augmenter, jouent un rôle déterminant dans la formation des anticipations d'inflation des ménages. Elle craint qu'après les chocs d'offre successifs de ces dernières années, les ménages et les entreprises soient devenus plus sensibles à tout nouveau choc inflationniste et qu'un cercle vicieux dans la dynamique des salaires et des prix pourrait se matérialiser. Un tel scénario est susceptible de se traduire par les pressions inflationnistes persistantes. La BoE n'est d'ailleurs pas satisfaite du fait d'une révision à la hausse des estimations des négociations salariales dans le secteur privé : celles-ci indiquent à présent une hausse moyenne annuelle de 3,6% pour 2026, contre 3,4% estimé en février.

Dans le même temps, l'institution évoque le risque d'un affaiblissement de l'activité économique qui pourrait résulter de la hausse des prix de l'énergie. Par rapport au choc précédent en 2022 consécutif à l'invasion russe de l'Ukraine, l'économie évolue en deçà de son potentiel. La possibilité d'une transmission de la hausse des coûts de production aux prix à la consommation est moindre. Le pouvoir d'achat des ménages devrait baisser, la confiance des ménages et des entreprises devrait se détériorer et l'épargne de précaution pourrait augmenter dans les prochains mois. Une hausse

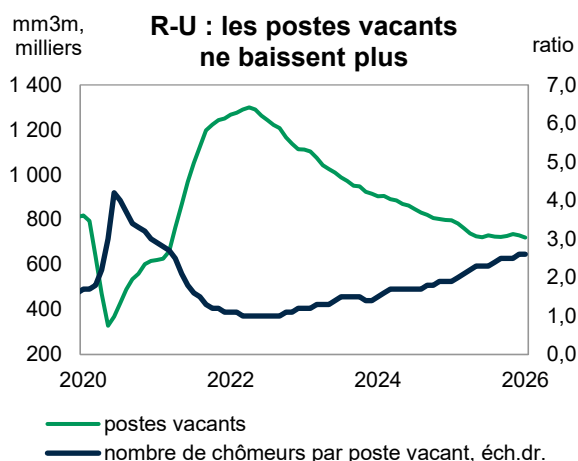
plus rapide ou plus importante du chômage est ainsi devenue probable. Cela pourrait à son tour creuser l'*output gap*, ce qui contribuerait à limiter les effets de second tour. La BoE semble cependant minimiser l'ampleur de tout effet compensatoire.

Des signes de stabilisation sur le marché du travail

Les données sur le marché du travail pour le mois de janvier ont été publiées cette semaine, en amont de la réunion de la BoE. Elles indiquent une stabilisation, après plusieurs mois de hausse, des capacités non utilisées, probablement en raison de la dissipation de l'incertitude liées au budget de l'automne et d'effets de rattrapage d'une partie de l'activité qui aurait été mise en attente dans les mois précédant le budget. En ligne avec notre prévision, le taux de chômage est stable à 5,2% sur les trois mois à fin janvier (consensus : 5,3%). Le nombre de salarié « en paie » (soumis au système PAYE (*Pay As You Earn* et donc assujettis à la retenue à la source) a été révisé en hausse en janvier à +6 000 créations nettes, contre -10 000 estimé précédemment, et les estimations pour le mois de février sont de 20 000 emplois créés sur le mois. Il marque ainsi une hausse pour le troisième mois consécutif.



Le nombre de postes vacants s'est globalement stabilisé au cours des derniers mois, après plusieurs années de baisse. Le nombre de chômeurs par poste vacant (mesure préférée de la BoE du degré d'assouplissement du marché du travail) se stabilise à 2,6 sur le mois. Il est toutefois en hausse par rapport au trimestre précédent (2,5) en raison de l'augmentation du nombre de chômeurs ; il continue d'indiquer un assouplissement des tensions sur le marché du travail.

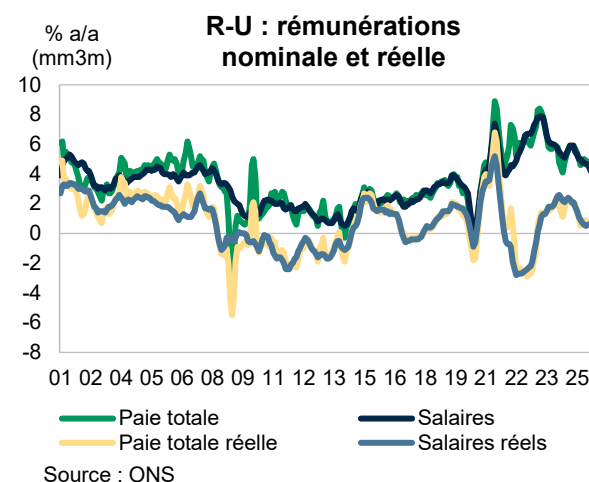


Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

Le processus de désinflation salariale toujours à l'œuvre

La croissance des salaires reste sur sa tendance baissière entamée en début d'année dernière et atteint 3,8% sur les trois mois à fin janvier, un plus bas depuis novembre 2020, après 4,1% sur les trois mois à fin décembre. Dans le secteur privé, la croissance des salaires se replie à 3,3% (un rythme conforme à celui que la BoE juge compatible avec

sa cible d'inflation), également un plus bas depuis 2020. Dans le secteur public, la croissance des salaires demeure significativement plus élevée, à 5,9%, mais s'inscrit également en baisse depuis deux mois (pic à 7,9% en novembre) 2025. En termes réels, la croissance des salaires baisse à 0,4% (0,5% pour la paie totale), un plus bas depuis juin 2023, suggérant une progression sensiblement diminuée du pouvoir d'achat des ménages.



✓ **Notre opinion** – Face à ce nouveau choc négatif d'offre que représente la guerre au Moyen-Orient, dont l'ampleur et l'étendue des impacts demeurent à ce stade incertaines (mais potentiellement considérables), la BoE semble prête à remonter ses taux et ce, probablement dès sa prochaine réunion au mois d'avril (accompagnée d'un rapport de politique monétaire et donc de prévisions mises à jour). Le but serait de contrer toute hausse éventuelle des anticipations d'inflation et de revalorisations salariales. En effet, les minutes révèlent que la majorité des membres du MPC est préoccupée par « le risque d'effets de second tour » à travers une boucle prix-salaires, dans un contexte où la banque centrale avait déjà du mal à ancrer les anticipations d'inflation des ménages. De plus, les dernières renégociations salariales auxquelles la BoE avait indiqué être très attentive, ont été révisées à la hausse.

La BoE reconnaît que le contexte n'est pas le même que lors du précédent choc négatif d'offre en 2022 : la demande est comparativement plus faible qu'à la sortie des confinements pandémiques, les politiques monétaire et budgétaires sont restrictives, le marché du travail n'est plus au plein emploi, l'output gap est légèrement négatif. Cela étant dit, la BoE semble accorder plus de poids aux risques haussiers sur l'inflation liés aux possibles effets de second tour qu'à l'impact d'un ralentissement de l'activité sur l'output gap et la possibilité d'effets négatifs sur l'inflation à moyen terme.

Est-ce qu'une hausse des taux serait la bonne réponse dans le contexte actuel ? Les risques d'effets de second tour, bien qu'existants, sont minimes, selon nous. Face à la hausse des factures de l'énergie, les ménages vont sans doute demander des revalorisations salariales, mais on peut raisonnablement douter de la capacité des entreprises à les octroyer, étant donné leurs marges limitées et la faiblesse de la demande qui limite leur capacité de transfert des hausses des coûts de production vers les prix de vente. Des hausses de taux, face à ce nouveau choc d'offre, pèseraient davantage sur la consommation des ménages à travers un impact négatif sur leur pouvoir d'achat et une incitation à l'épargne de précaution. L'investissement des entreprises, que le gouvernement peine à stimuler et qui sera impacté négativement par l'incertitude géopolitique, va subir la double peine de pressions sur les coûts de production et d'une politique monétaire plus restrictive. Les risques déflationnistes à moyen terme s'en trouveront donc renforcés par une productivité réduite, aggravant les effets du choc d'offre sur l'économie.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2026-2027 – Décembre 2025

[En comptant sur le soutien de la politique budgétaire,
contreponds à l'adversité](#)

Date	Titre	Thème
20/03/2026	<u>Espagne – Face à une vulnérabilité reconfigurée</u>	Zone euro
18/03/2026	<u>Italie – Marché immobilier résidentiel en 2025 : la reprise se confirme, le rythme se tempère</u>	Italie, immobilier
16/03/2026	<u>Podcast – Les faits marquants de la semaine – 16 mars 2026</u>	Monde
13/03/2026	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
13/03/2026	<u>Italie – Derrière le rebond, une économie qui se recompose</u>	Italie
10/03/2026	<u>France – La Grande Transmission – Une méthodologie pour estimer les montants transférés à l'horizon 2050</u>	France
10/03/2026	<u>Pays baltes – Vivre avec le risque géopolitique</u>	PECO
09/03/2026	<u>Stablecoins, quels impacts sur les grands équilibres macro-économiques ?</u>	Fintech
06/03/2026	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
05/03/2026	<u>PIB par habitant en Europe : un déclin relatif de la France, sans décrochage</u>	France, Europe
02/03/2026	<u>Podcast – Les faits marquants de la semaine – 2 mars 2026</u>	Monde
27/02/2026	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
25/02/2026	<u>France – 2025, année record pour les défaillances, mais aussi pour les créations d'entreprises</u>	France
24/02/2026	<u>Thaïlande – La victoire des conservateurs permettra-t-elle de relancer la panne moteur de la croissance ?</u>	Asie
23/02/2026	<u>Podcast – Les faits marquants de la semaine – 23 février 2026</u>	Monde
20/02/2026	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS, Grégoire GLORIEUX

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale, géoéconomie :

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVORKA

Amérique latine : Catherine LBOUGRE (coordination scénario), Jorge APARICIO LOPEZ

Afrique du Nord, Moyen-Orient, Afrique sub-saharienne : Laure DE NERVO, Morgane ABBAS

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et 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/>

Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & 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.