

# Perspectives

N°23/038 – 7 février 2023

## PAROLE DE BANQUES CENTRALES

### BoE : « il est trop tôt pour crier victoire »

#### À la différence de la Fed, la BoE n'a pas ralenti son resserrement

La banque centrale d'Angleterre (BoE) a relevé son taux directeur de 50 points de base (pdb) à 4% à l'issue de sa réunion de politique monétaire se terminant le 1<sup>er</sup> février, en ligne avec les anticipations du consensus et les nôtres. **La BoE a ainsi maintenu le même rythme de resserrement qu'en décembre, sur fond de pressions inflationnistes jugées plus fortes que prévu et une activité économique plus résiliente qu'anticipé.** Le comité de politique monétaire (MPC) est resté divisé, avec une partie des membres qui aurait préféré le *statu quo*. Ainsi, sept membres ont voté pour la décision et deux, Swati Dhingra et Silvana Tenreyro, ont voté contre, étant en faveur du maintien du taux directeur à 3,5%. Catherine L. Mann a cessé de voter pour une hausse de 75 pdb et a rejoint la majorité. Le résultat des votes reflète donc une orientation légèrement plus *dovish* des préférences au sein du MPC.

#### Une nouvelle *forward guidance* moins agressive

La BoE a publié une *forward guidance* plus conditionnelle : « **s'il devait y avoir des preuves de pressions plus persistantes, alors un nouveau resserrement de la politique monétaire serait nécessaire.** » Par comparaison, dans sa *forward guidance* précédente, elle indiquait que « **plus de hausses de taux pourraient être nécessaires** » si l'économie se développait comme prévu, tout en s'engageant à « **répondre avec force** » si les pressions inflationnistes venaient à persister. **Cette dernière mention « répondre avec force » ne figure plus dans les « minutes » de février.**

**Par conséquent, la nouvelle *forward guidance* conditionne plus clairement toute hausse de**

**taux future à des signes de persistance des pressions inflationnistes.** Pour cela, la BoE envisage de concentrer son attention sur le développement des conditions sur le marché du travail, l'évolution de la croissance des salaires et l'inflation dans les services. Nous interprétons cela comme un signal *dovish* : si des hausses de taux devaient être opérées dans les prochains mois, ce serait dans les cas où ces risques venaient à se matérialiser et elles seraient de l'ordre de 25 pdb (plutôt que de 50 ou de 75 pdb comme lors des derniers mois).

#### Les pressions inflationnistes domestiques ont été « beaucoup plus fortes que prévu »

La BoE reconnaît que le pic de l'inflation semble bel et bien passé, au niveau mondial comme au Royaume-Uni. En revanche, **la banque centrale demeure inquiète de la dynamique des pressions inflationnistes domestiques et du risque de persistance de l'inflation sous-jacente.** Le taux d'inflation dans les services s'inscrit en hausse. La BoE note qu'il a été « beaucoup plus fort que prévu », tout comme la croissance des salaires. Et pour cause : les conditions sur le marché du travail sont toujours très tendues, bien que la croissance de l'emploi ait ralenti et que les postes vacants aient baissé depuis des niveaux records. La croissance des salaires dans le privé ne faiblit pas. À 7% sur les trois mois à fin novembre, elle se situe 0,7% au-dessus de la prévision de la BoE de novembre. Les anticipations d'inflation baissent légèrement depuis leurs pics récents, mais restent élevées.

Le MPC reste très attentif à ces indicateurs et indique que si les pressions sur l'inflation sous-jacente persistaient, « **davantage de resserrement serait nécessaire** ». La majorité du MPC continue

de juger que les risques sur l'inflation sont « significativement orientés à la hausse », en raison notamment de la possibilité de persistance des comportements de fixation de prix et des salaires, ainsi que des risques haussiers dans ses hypothèses de prix de l'énergie. La BoE signale donc qu'elle va continuer d'ajuster son taux directeur, si cela est nécessaire pour ramener l'inflation à la cible de 2% de manière soutenable à moyen terme.



### Une récession est toujours en vue, mais serait plus légère

La BoE a révisé à la hausse ses prévisions de croissance. Elle note que l'activité économique a été plus résiliente que prévu et a révisé à la hausse sa prévision pour le T4-2022 à +0,1% en variation trimestrielle. En revanche, pour le T1-2023 la prévision s'établit à -0,1%. Une stagnation donc au tournant de l'année plutôt qu'une contraction.

**Pour 2023, la BoE anticipe toujours une récession, mais plus courte et moins sévère.** Le PIB reculerait de 0,5% en moyenne annuelle, contre -1,5% prévu en novembre, suivi par une croissance annuelle de -0,3% en 2024 (contre -1% précédemment). La consommation des ménages connaît une contraction de 0,5% en 2023, au lieu de -1% prévu en novembre.

Trois facteurs expliquent ces perspectives moins dégradées : la baisse des prix de l'énergie, et donc une moindre pression sur les finances des ménages, des anticipations de taux directeur plus faibles par les marchés et des prévisions plus positives pour le marché du travail.

- ✓ Les prix du gaz et du pétrole ont baissé fortement depuis novembre et la courbe des *futures* de gaz s'inscrit également en baisse. La BoE fait l'hypothèse qu'à partir du T3-2023 le plafond des prix de l'énergie mis en place par le gouvernement (3 000 £/an pour le ménage moyen) ne s'appliquera plus et que les tarifs

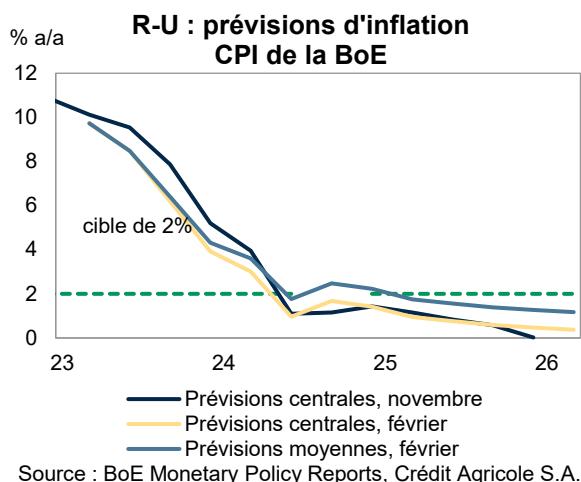
seront inférieurs à ce plafond. Le revenu réel disponible des ménages ne connaîtrait plus qu'une contraction de 1,5% en 2023 (contre -3% prévu en novembre) et une hausse de 1,5% en 2024 (contre +0,75% prévu précédemment).

- ✓ Les anticipations de marché se sont fortement ajustées à la baisse depuis novembre. Ils voient un pic du taux directeur à 4,5% mi-2023, contre 5,25% en novembre, suivi par des réductions ramenant le taux directeur à 3,25% fin 2025. Quant à notre scénario, il est moins agressif, tablant sur une stabilité du taux à 4% à partir de maintenant et jusqu'au T2-2024, suivie par trois baisses de taux courant 2024.
- ✓ Le marché du travail a continué de surprendre positivement avec une croissance des salaires plus forte que prévu. La BoE a abaissé ses prévisions de taux de chômage à 4,3% fin 2023 et à 4,8% fin 2024 (contre 4,9% et 5,9% précédemment).

### Une inflation légèrement plus élevée à moyen terme, mais toujours inférieure à la cible...

**La BoE anticipe toujours une forte baisse de l'inflation dans les prochains mois, en grande partie grâce à des effets de base favorables** (sortie du calcul du glissement annuel des fortes hausses des prix de l'énergie et des autres biens de l'année dernière). Sous l'hypothèse que le taux directeur suit les anticipations de marché, les prévisions de la BoE incluses dans le rapport de politique monétaire de février tablent sur une inflation CPI qui se replie vers 8% à la mi-2023. L'inflation CPI atteindrait 3,9% en fin d'année (contre 5,2% prévu en novembre) et 1,4% fin 2024 (inchangé). **L'inflation plonge fortement en-dessous de la cible dès l'été 2024, sous l'effet combiné de la dissipation des chocs globaux sur les prix des matières premières et de l'apparition de capacités non utilisées sur le plan domestique (*output gap* devenant négatif à partir du T2-2023).** La croissance des salaires dans le secteur privé reste élevée à court terme, mais s'inscrit en baisse à partir du printemps vers 5% en fin d'année (7% actuellement).

Pour le moyen terme, les perspectives de demande légèrement meilleures qu'anticipé en novembre conduisent à une inflation légèrement plus forte avec une prévision pour fin 2025-début 2026 proche de 0,4-0,5%, contre 0% en novembre. Un *output gap* moins négatif que prévu précédemment (-0,8% et -1,8% pour 2023 et 2024 respectivement, tous les deux révisés à la hausse de 1 point par rapport à novembre) compense les effets de la baisse des prix de l'énergie et de l'appréciation de la livre sur l'inflation importée.



## ... même en prenant en compte des risques haussiers records

La BoE insiste fortement sur les risques haussiers qui entourent ses prévisions d'inflation. Selon la majorité du MPC, ils sont « à la fois larges et asymétriques, avec un penchant en faveur d'une plus grande persistance ». Cela justifie de relativiser les projections d'inflation à moyen terme et d'accorder plus d'importance à la vigueur des données sur le marché du travail et d'inflation.

Les estimations de la BoE montrent un coefficient d'asymétrie (« skewness ») historiquement record (0,80) et révisé à la hausse par rapport aux estimations de novembre (0,50). La prévision moyenne de l'inflation qui tient compte de ce « biais » est ainsi bien plus élevée que la prévision centrale : 1,2% à l'horizon de trois ans, contre 0,4% pour l'inflation centrale. Elle est toutefois toujours bien inférieure à la cible de 2% de la BoE.

**Notre opinion** – Notre scénario de janvier table sur l'arrêt du resserrement monétaire à partir de la réunion de février et le maintien du taux directeur à 4% jusqu'au T2-2024, suivi par trois baisses de taux en 2025 en raison d'une inflation qui devrait être alors bien inférieure à la cible. La communication de la BoE de février confirme que le cycle du resserrement est proche de la fin. La BoE pourrait encore monter ses taux une dernière fois en mars (probablement de 25 pdb), notamment si le marché du travail, la croissance des salaires ou l'inflation dans les services surprennent à la hausse. Les nouvelles prévisions de la BoE restent dovish, malgré des révisions à la hausse et les risques haussiers records sur lesquels elle insiste.

En effet, malgré des perspectives meilleures de croissance, d'output gap, de marché du travail, de salaires, et des révisions à la baisse des anticipations de marché pour le taux directeur, la BoE prévoit toujours une inflation inférieure à sa cible à moyen terme, même en tenant compte des risques. Les perspectives d'activité tablent toujours sur une récession et une hausse du taux de chômage. Mis à part les effets de base très puissants cette année qui permettent une chute significative de l'inflation, l'output gap exerce des pressions négatives sur l'inflation suffisamment fortes tout au long de la période de prévision pour maintenir l'inflation sur une trajectoire baissière à moyen terme.

Consultez nos publications en libre accès sur internet :

| Date       | Titre                                                                                                                         | Thème              |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|
| 06/02/2023 | <a href="#">France – Réforme des retraites (2/2) : gagnants, perdants et alternatives à la réforme</a>                        | France             |
| 06/02/2023 | <a href="#">France – Réforme des retraites (1/2) : réformer les retraites, est-ce vraiment une urgence ?</a>                  | France             |
| 03/02/2023 | <a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>                                                                             | Monde              |
| 03/02/2023 | <a href="#">Inde : une année 2023 au centre de la scène internationale</a>                                                    | Asie               |
| 02/02/2023 | <a href="#">Sénégal – Un État engagé dans la transformation de son pays</a>                                                   | Afrique            |
| 01/02/2023 | <a href="#">Immobilier – Quelle est la situation du marché résidentiel et quelles sont les évolutions pour 2023 ? – Vidéo</a> | France, immobilier |
| 31/01/2023 | <a href="#">France – Conjoncture Flash PIB : la croissance résiste en fin d'année 2022</a>                                    | France             |
| 31/01/2023 | <a href="#">Royaume-Uni – La hausse de l'inflation, un souci plutôt qu'une aide pour l'État</a>                               | Royaume-Uni        |
| 30/01/2023 | <a href="#">France – Le climat des affaires confirme la relative résistance de l'activité, les ménages restent prudents</a>   | France             |
| 31/01/2023 | <a href="#">Royaume-Uni – La hausse de l'inflation, un souci plutôt qu'une aide pour l'État</a>                               | Royaume-Uni        |
| 31/01/2023 | <a href="#">France – Conjoncture Flash PIB : la croissance résiste en fin d'année 2022</a>                                    | France             |
| 30/01/2023 | <a href="#">France – Le climat des affaires confirme la relative résistance de l'activité, les ménages restent prudents</a>   | France             |
| 27/01/2023 | <a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>                                                                             | Monde              |
| 27/01/2022 | <a href="#">Après une année 2022 noire, la Chine souhaite se relancer</a>                                                     | Asie               |
| 26/01/2023 | <a href="#">Perspectives économiques : le monde d'après</a>                                                                   | Monde              |
| 26/01/2023 | <a href="#">MENA – PIB par habitant et richesse, une tentative de classement</a>                                              | MENA               |

**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](mailto: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 [Etudes ECO](#) disponible sur App store

**Android** : application [Etudes 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.