

3 Comment la Banque d'Angleterre perçoit-elle le Brexit ?

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*
ROBERTA FORTES, *Stratégie et Recherche Économique*

« Mark Carney, le gouverneur de la Banque, a prévenu que les risques induits par une sortie (de l'Union européenne) incluaient une éventuelle récession technique ».

BBC, 12 mai 2016

« À l'approche du référendum sur le (Brexit), nous estimions qu'il s'agissait du risque le plus important (menaçant l'économie). Il existait tout une série d'événements potentiels qui auraient pu avoir des conséquences en termes de stabilité financière. Naturellement, compte tenu de l'embellie rapide de la situation depuis le référendum, les risques immédiats liés au Brexit ont diminué... »

Mark Carney, gouverneur de la BoE, The Telegraph, 12 janvier 2017

Les citations ci-dessus résument l'évolution de la pensée de Mark Carney, gouverneur de la Banque d'Angleterre (BoE), au sujet des conséquences potentielles du référendum sur le Brexit pour l'économie britannique. La différence de discours entre la période qui a précédé le référendum (23 juin 2016) et celle qui l'a suivi est radicale. Il est clair que l'économie britannique a fait preuve jusqu'à présent d'une résistance bien plus forte qu'attendu.

Avant le référendum, Mark Carney avait fait l'objet de critiques acerbes pour ses prises de position et la BoE avait été accusée d'avoir adopté un biais pro-Union européenne. Mark Carney est aujourd'hui beaucoup moins pessimiste. Cela dit, le changement de perception de la BoE par rapport aux conséquences du référendum sur le Brexit va bien au-delà des opinions personnelles du gouverneur Carney. Il témoigne surtout du fait que les décisions de politique monétaire sont par nature soumises à d'importantes incertitudes, incertitudes nécessairement très élevées dans le cas du Royaume-Uni aujourd'hui puisque le Brexit implique la certitude de vastes modifications structurelles au sein de l'économie britannique.

Dès le début 2016, la BoE a commencé à s'inquiéter de la possibilité d'un Brexit. Les risques ont commencé par affecter la livre sterling. À l'époque, la BoE avait analysé que la montée de l'incertitude politique était le principal catalyseur de la chute de la livre lors des semaines qui avaient précédé le référendum. Lors de son comité de politique monétaire d'avril, la BoE avait clairement indiqué qu'elle s'inquiétait du recul de la livre et qu'elle avait commencé à s'interroger sur son impact concret sur l'économie.

Mais ce n'est qu'à l'occasion du comité de politique monétaire du mois de mai que la BoE a durci le ton s'agissant des risques de matérialisation d'un possible Brexit: « les risques les plus élevés entourant les prévisions du comité de politique monétaire étaient liés au référendum ». La BoE avait commencé à comprendre qu'il lui faudrait faire un important compromis entre la stabilisation de l'inflation d'une part et la production et l'emploi d'autre part. Elle avait, de plus, pointé du doigt les signes croissants prouvant que les incertitudes avaient commencé à pénaliser l'activité économique et avait souligné qu'une « sortie de l'UE était susceptible de réduire sensiblement les perspectives de production et d'inflation et, par conséquent, de perturber le pilotage de la politique monétaire ». Selon la BoE, dans un tel scénario :

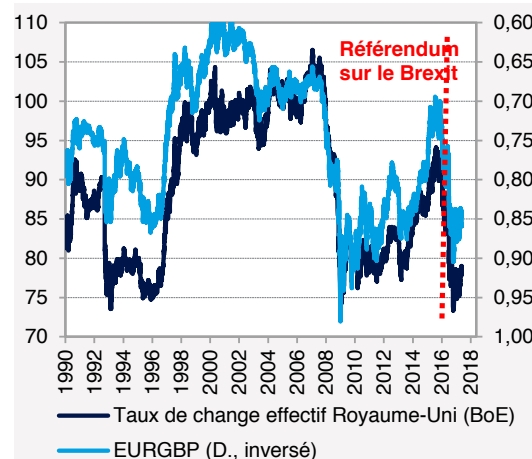
- I. Les ménages retarderaient leurs dépenses de consommation et les entreprises leurs investissements, ce qui entraînerait une hausse du chômage;
- II. La croissance de l'offre diminuerait probablement, témoignant du ralentissement de l'accumulation de capital et d'un besoin de réallouer les ressources;

L'essentiel

La façon dont la Banque d'Angleterre (BoE) perçoit le Brexit a beaucoup changé depuis le début 2016. Des interventions catastrophistes de plusieurs de ses membres avant le référendum avaient été lourdement critiquées par des observateurs jugeant l'institution trop politisée. Peu de temps après le référendum, la dégradation de quelques indicateurs de court terme l'avait amenée à ne prendre aucun risque et à prendre de puissantes mesures d'assouplissement monétaire. L'économie britannique a ensuite fortement surpris à la hausse, ce qui a conduit la BoE à revoir à la hausse ses prévisions de croissance.

La performance meilleure que prévu de l'économie britannique a fait souffler un vent d'optimisme au Royaume-Uni. La BoE a récemment modifié sa communication en affichant clairement qu'elle faisait l'hypothèse d'un Brexit en douceur. Cela dit, les indicateurs de surprise économique viennent de revenir en territoire négatif en mai et le processus de négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne ne fait que commencer. Il est légitime de se demander si la BoE ne deviendrait pas trop optimiste après avoir été trop pessimiste.

1 Évolution de la livre sterling



Source : Datastream, Recherche Amundi

Juin 2017

III. La livre continuerait à se déprécier, peut-être de manière prononcée. De telles perspectives « entraîneraient une trajectoire de croissance nettement plus faible et une trajectoire d'inflation sensiblement plus élevée. »

Après la décision des citoyens britanniques de quitter l'Union européenne, la BoE a insisté sur les facteurs susceptibles d'affecter la croissance potentielle du Royaume-Uni sur le long terme. Selon la BoE, des incertitudes très importantes subsistent concernant les nouveaux accords commerciaux et d'investissement (barrières commerciales douanières ou non, par exemple) entre le Royaume-Uni et ses partenaires économiques. Toute évolution sur ce front aura certainement une influence sur les flux commerciaux et de capital du Royaume-Uni. Cela réduirait le degré d'ouverture de l'économie. Diverses études montrent d'ailleurs que ce degré d'ouverture est un déterminant crucial des revenus du pays et de la croissance potentielle. Entre autres facteurs, la BoE a mentionné par exemple :

- Avec une moindre ouverture aux flux de capitaux, des projets d'investissement potentiellement productifs pourraient avoir plus de mal à trouver des financements, ce qui pourrait accroître le coût du capital ;
- Cela pourrait affecter la productivité du travail ;
- La demande de produits britanniques pourrait être affectée avec la conclusion de nouveaux accords commerciaux entre le Royaume-Uni et ses partenaires économiques, ce qui nécessiterait une réallocation des ressources.

Face à un scénario potentiellement aussi défavorable et compte tenu du compromis à trouver entre inflation et activité économique, la BoE a décidé de ne pas prendre de risque concernant l'activité et a donc annoncé un plan d'assouplissement monétaire lors de sa réunion du mois d'août.

La Banque d'Angleterre n'a pas voulu prendre de risques en août 2016

Le 4 août 2016, la BoE a adopté un ensemble de mesures d'assouplissement :

- Baisse du principal taux directeur de 0,50 à 0,25 %
- Mise en place du *Term Funding Scheme* (TFS) afin de fournir aux banques un financement à des taux proches du taux directeur
- Achat de 10 Mds £ d'obligations d'entreprise
- Achat de 60 Mds £ d'obligations souveraines

La BoE a justifié ses décisions en expliquant que les perspectives de croissance s'étaient considérablement dégradées. Elle a abaissé sa prévision de croissance 2017 de 2,3 à 0,8 % et a changé son profil d'évolution du marché du travail : alors qu'elle anticipait jusque-là une baisse du taux de chômage, les prévisions d'août anticipaient une brusque remontée du taux de chômage. Selon elle, cette dégradation des perspectives économiques allait peser sur l'inflation à moyen terme et plus que contrebalancer la hausse de l'inflation de court terme causée par la forte dépréciation de la livre.

L'économie britannique a surpris à la hausse... jusqu'il y a peu

Après le référendum sur le Brexit, les économistes du secteur privé et les grandes institutions internationales ont rapidement et fortement revu leurs prévisions de croissance à la baisse pour le Royaume-Uni. Toutefois, les faits ont progressivement donné tort au consensus et les chiffres ont fortement surpris à la hausse. Les indicateurs de surprise économique pour le Royaume-Uni ont été historiquement élevés/positifs sur la période juillet 2016/avril 2017 et ne sont passés en territoire négatif qu'en mai 2017.

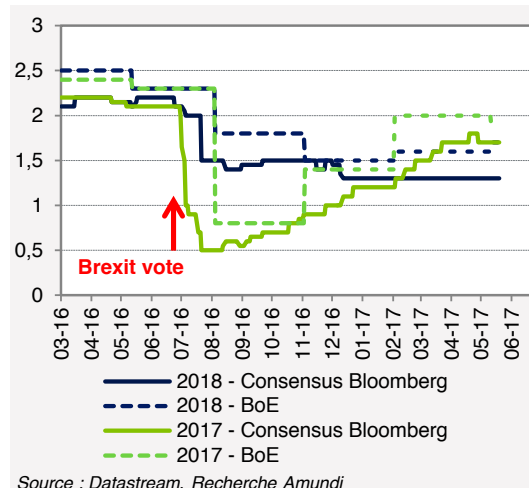
- L'indicateur de confiance des consommateurs (GfK) a lourdement chuté avant de se reprendre dès le mois d'août et de reprendre sa tendance baissière entamée à la mi-2015.
- Les ventes au détail ont accéléré sur l'été 2016 sur des niveaux assez impressionnants, avant de ralentir nettement à partir de décembre, à mesure que l'inflation a accéléré. La croissance du PIB a été forte au T4 à



Les indicateurs de surprise économique pour le Royaume-Uni ont été historiquement élevés/positifs sur la période juillet 2016/avril 2017



2 Évolution des prévisions de croissance pour le Royaume-Uni



Juin 2017

> Les élections anticipées du 8 juin

Actuellement, les conservateurs possèdent la majorité à la Chambre des Communes avec 330 sièges sur 650, contre 229 pour le Labour, 54 pour le parti nationaliste écossais et 9 pour les Libéraux Démocrates. La majorité n'était que de 17 sièges. Au-delà de l'affaiblissement des autres partis, le pari pour Theresa May de la tenue d'élections anticipées est d'obtenir une majorité suffisamment confortable pour pouvoir disposer dans son propre camp d'un groupe de députés partageant une vision homogène de comment doit se dérouler le Brexit.

Lorsque Theresa May a convoqué des élections anticipées le 18 avril, les Tories avaient une avance d'environ 20 points de pourcentage sur le parti travailliste, un avantage d'une ampleur inobservée depuis 2008/2009. En effet, le Labour et dans une certaine mesure l'UKIP ont perdu beaucoup de terrain après le référendum sur le Brexit. Même si les sondages indiquent une victoire du parti conservateur, l'écart entre les conservateurs et les travaillistes s'est considérablement réduit. Il est intéressant de souligner que l'annonce des élections anticipées a provoqué un effondrement du parti UKIP dans les sondages (aux alentours de 5 % des intentions de vote, contre plus de 15 % avant le référendum sur le Brexit).

+0,7 % en trimestre sur trimestre avant de ralentir nettement à +0,3 % au T1 (contre un consensus à +0,4 %).

- Les prix immobiliers ont bien résisté initialement avant de décélérer par la suite et de baisser très légèrement, surtout pour le bassin londonien.

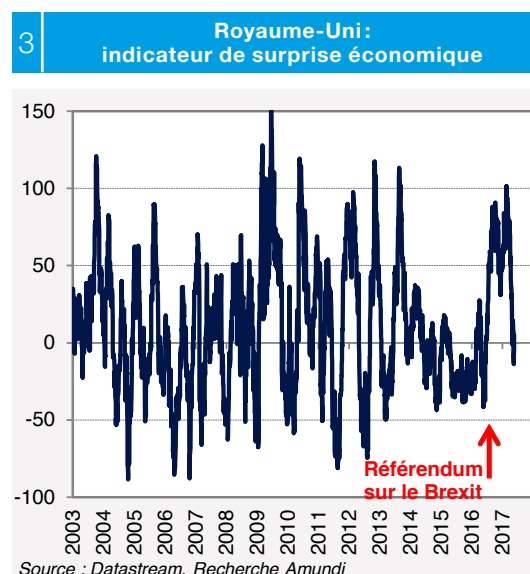
Comme l'a expliqué Michael Saunders, membre de la BoE, le 21 avril (« *Ten months after the EU referendum: how is the economy doing?* »), la BoE a interprété la forte baisse des enquêtes après le référendum comme l'indication que la montée de l'incertitude au sujet des futurs traités commerciaux du Royaume-Uni allait peser lourdement sur la croissance à court terme, notamment sur la consommation, l'investissement des entreprises et sur le marché immobilier. Michael Saunders a détaillé **plusieurs facteurs permettant d'expliquer les performances meilleures que prévu de l'économie britannique** :

- L'incertitude liée au Brexit a moins compté que prévu
- Les conditions monétaires au Royaume-Uni se sont assouplies de façon significative
- L'activité a été plus soutenue au niveau mondial
- Contrairement à certains épisodes précédents, le pic d'incertitude n'a pas été accompagné par une détérioration majeure en termes de coût et disponibilité du crédit
- Il est possible que, indépendamment du vote sur le Brexit, l'expansion économique au Royaume-Uni soit devenue plus résiliente

Le 23 mars, Ben Broadbent, membre de la BoE, a expliqué dans un discours (« *Brexit and the pound* ») que le secteur exportateur britannique se trouvait dans un « *sweet spot* » pour quelques trimestres: les règles relatives au commerce avec les pays de l'Union européenne n'ont pas encore changé et ne changeront pas jusqu'au 29 mars 2019 (2 ans après le déclenchement de l'Article 50) et le secteur exportateur bénéficie d'un taux de change ayant fortement baissé après le référendum.

La Banque d'Angleterre fait l'hypothèse d'un Brexit « en douceur » (« *smooth Brexit* »)

Le comité de politique monétaire du 11 mai 2017 a marqué un véritable tournant dans la communication de la BoE puisque c'est la première fois qu'elle a indiqué faire l'hypothèse d'un Brexit en douceur (« *smooth Brexit* ») dans le cadre de ses projections économiques. La livre a perdu un peu de terrain après ce comité, face à l'euro et au dollar et les taux 10 ans britanniques ont légèrement baissé.



Juin 2017

La Banque d'Angleterre se trouve dans une situation difficile et ambiguë.

L'inflation a rapidement grimpé à cause de la forte dépréciation de la livre et la BoE prévoit qu'elle restera supérieure à sa cible de 2 % sur son horizon de prévisions. Cependant, elle indique qu'elle ne peut « empêcher l'ajustement réel qui aura lieu lorsque le Royaume-Uni nouera de nouveaux accords commerciaux et la plus faible croissance du revenu réel qui accompagnera cet ajustement. » Selon la BoE, essayer de compenser l'effet de la dépréciation de la livre sur l'inflation ne pourrait se faire qu'au prix d'un chômage plus élevé. L'équilibre que la BoE doit trouver est donc extrêmement difficile et se trouve dépendant des négociations sur le processus de Brexit.

D'ailleurs, le rapport sur l'inflation, publié le 11 mai, note que « les anticipations de changements d'accords commerciaux du Royaume-Uni sont de plus en plus susceptibles d'influencer les exportations et importations britanniques sur la période de prévision ». **Il est donc très vraisemblable que la BoE sera de plus en plus tirillée entre la vigueur de l'inflation et les développements économiques et politiques.**