

## La BoE : troisième pause

- Après deux décisions extraordinaires sur son taux directeur, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre (BoE) a maintenu en pause, à sa réunion normale d'aujourd'hui, son taux directeur à un creux absolu de 0,1 %, sans annoncer de nouvelles mesures supplémentaires.
- Ce rapport fait la synthèse des grandes décisions adoptées en mars par la BoE pour réagir à la pandémie de la COVID-19.

### LE TEMPS QUE LA POUSSIÈRE RETOMBE

Le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre (BoE) a tenu deux séances extraordinaires, dont une le 11 mars pour rehausser les effets de son annonce de concert avec le budget 2020 du gouvernement Johnson, puis une autre le 19 mars, dans les deux cas pour adopter des mesures d'intérêt public ponctuelles et substantielles en réaction à la pandémie de la COVID-19.

Aujourd'hui, le CPM a confirmé qu'il avait décidé de tenir sa réunion normale, qui a pris fin hier, sans toutefois annoncer de nouvelles mesures. Il a maintenu le taux directeur à un creux absolu de 0,1 % et a pris acte de l'évolution récente. Il a averti qu'« il y a toujours peu de statistiques pour prendre la mesure exacte de l'amplitude du choc économique de la COVID-19 ». Il n'empêche que le CPM a reconnu que certains indicateurs de l'activité économique du Royaume-Uni pour mars avaient déjà plongé « brusquement » à des creux absolus avant même que l'on adopte les plus récentes mesures de distanciation sociale. Dans le même temps, les mouvements « significatifs » des cours des marchés financiers et leur volatilité implicite avaient ensemble durci « sensiblement » la conjoncture financière du Royaume-Uni et du monde entier.

La réunion relativement infertile d'aujourd'hui donne peu d'indices sur les éventuels penchants du CPM, qui dépendront entièrement de l'évolution de la COVID-19. La BoE a plus de flèches à son arc et les décochera s'il le faut.

### LA FULGURANTE ÉVOLUTION DES PRÉVISIONS

Dans les dernières semaines, la fulgurante évolution de la conjoncture nous a amenés à abaisser substantiellement nos prévisions, et nous prévoyons désormais, au T2, une brusque contraction, qui plongera le pays en récession en 2020 (tableau 1). La série de révisions prévisionnelles successives des dernières semaines (tableau 2) s'explique à la fois par la progression mondiale de la COVID-19 et le changement de stratégie du gouvernement du Royaume-Uni, qui a renoncé à l'immunité collective pour privilégier le confinement d'importants secteurs de l'économie afin d'enrayer la propagation du virus. Nous supposons que les vastes contrôles perdureront jusqu'en mai ou juin et que l'activité économique normale ne reprendra qu'à mi-chemin au T3. Il semble que la paralysie sera plus longue que ce que suppose le consensus; or, nous croyons qu'elle cadre avec les mesures actuelles et les modèles épidémiologiques de la durée qu'il faut compter pour « aplanir la courbe ». À l'évidence, les projections du Rapport sur la politique monétaire de janvier sont sérieusement désactualisées. Le prochain Rapport sur la politique monétaire (RPM) n'est pas attendu avant le 7 mai; or, en raison de la nouvelle propension de la BoE à prendre des décisions extraordinaires, nous pouvons compter sur une mise au point des prévisions avant cette date.

### RENSEIGNEMENTS

Brett House, VP et économiste en chef adjoint

416.863.7463

Études économiques de la Banque Scotia

brett.house@scotiabank.com

Tableau 1

BNÉ : prévisions pour le RU – le 25 mars 2020	2018	2019	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,3	1,4	-3,1	1,5
IPC (en % sur un an, fp)	2,1	1,8	0,6	1,5
Taux directeur de la banque centrale (en %, fp)	0,75	0,75	0,10	0,10
Taux de change de la livre sterling (GBP/USD, fp)	1,28	1,33	1,18	1,25

Source : Études économiques de la Banque Scotia.

## LE BILAN DES INTERVENTIONS DE LA BoE EN MARS

Pour revenir sur les deux dernières semaines, la BoE a adopté un plan massif de mesures qui, dans l'ensemble, ont abaissé de 65 points de base le taux directeur et ont apporté l'équivalent d'au moins 100 à 150 points de base supplémentaires dans l'assouplissement des conditions financières.

- Première baisse des taux entre deux réunions le 11 mars.** Le CPM a décidé d'abaisser le taux directeur de 50 points de base, pour le porter de 0,725 % à 0,25 %, ce qui est le plus bas dans les annales. Le lecteur peut prendre connaissance du procès-verbal de cette réunion en cliquant sur [ce lien](#).
- Mesures de liquidités le 11 mars.** Les trois grands comités de politique de la BoE ont aussi annoncé, le 11 mars 2020, des mesures qui pourraient ensemble représenter une injection de 590 milliards de GBP de liquidités supplémentaires — soit l'équivalent d'un peu plus de 20 % du PIB — dans le système financier du Royaume-Uni, grâce à de nouveaux et d'anciens instruments de la BoE.
- La BoE a lancé le **Régime de financement à terme en adoptant d'autres mesures de relance pour les petites et moyennes entreprises (le TFSME)**, qui permettront d'offrir sur 12 mois un financement de quatre ans à des taux proches du taux directeur, dans des volumes équivalents à au moins 5 % du stock de crédit en économie réelle des institutions financières participantes. Le TFSME devrait représenter un financement à terme de 100 milliards de GBP ou plus.
- Le Comité de politique financière (CPF) de la BoE a en outre décidé d'abaisser le **taux des réserves obligatoires contracycliques (CCyB)** dans l'exposition des banques aux emprunteurs du Royaume-Uni pour le porter de 1 % à 0 %. Le CPF a noté qu'il s'attend à maintenir ce taux de 0 % pendant au moins un an et que les hausses ultérieures ne produiraient pas leurs effets avant mars 2022 au plus tôt, ce qui reporte indéfiniment la hausse à 2 % prévue pour décembre 2020. La publication du taux CCyB devrait permettre aux banques de prêter aux entreprises 190 milliards de GBP supplémentaires, soit 13 fois l'encours net des prêts aux entreprises des banques en 2019.
- La Banque a aussi précisé que **les institutions financières ont prépositionné les garanties** qui leur permettront d'emprunter environ 300 milliards de GBP à même les mécanismes de crédit existants de la BoE.
- Liquidités de swaps en \$ US le 15 mars.** La BoE a, de concert avec la Banque du Canada, la Banque du Japon, la BCE, la Fed et la BNS, relancé les liquidités swaps en dollars US, en ajoutant des opérations de refinancement en dollars US à 84 jours pour étoffer l'option à échéance d'une semaine.
- Changement de gouverneur le 15 mars.** Le 15 mars, le gouverneur de la BoE, Mark Carney, a cédé la gouverne de la Banque d'Angleterre à son successeur, entré en fonction le 16 mars.

Tableau 2  
Évolution fulgurante des révisions prévisionnelles

	2018	2019	2020p	2021p
<b>BNÉ : prévisions du RU – 11 mars 2020</b>				
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,3	1,4	0,9	1,5
IPC (en % sur un an, fp)	2,1	1,8	1,3	1,8
Taux directeur de la banque centrale (en %, fp)	0,75	0,75	0,10	0,10
<b>BNÉ : prévisions du RU – 20 mars 2020</b>				
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,3	1,4	-1,5	2,1
IPC (en % sur un an, fp)	2,1	1,8	0,6	1,6
Taux directeur de la banque centrale (en %, fp)	0,75	0,75	0,10	0,10
<b>BNÉ : prévisions du RU – 25 mars 2020</b>				
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,3	1,4	-3,1	1,5
IPC (en % sur un an, fp)	2,1	1,8	0,6	1,5
Taux directeur de la banque centrale (en %, fp)	0,75	0,75	0,10	0,10
<b>BoE : prévisions du RPM de janvier</b>				
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,3	0,8	1,5	1,8
IPC (en % sur un an, fp)	1,5	1,5	2,0	2,3
Taux de chômage EPA (en %, fp)	3,75	4,00	3,75	3,50
Écart de production (PIB potentiel en %)*	-0,25	-0,50	0,25	0,50
Taux directeur (en %, fp)**	0,75	0,75	0,60	0,50

\* +ve = demande excédentaire; -ve = offre excédentaire.

\*\*Parcours du taux directeur dégagé selon les taux d'intérêt du marché à terme. Les courbes se fondent sur les taux des swaps indexés à un jour. Les prévisions du RPM du 20 janvier portent sur le T1 de l'année correspondante.

Source : Études économiques de la Banque Scotia.

- **Lancement de la CCFF le 17 mars.** La BoE et le Trésor ont annoncé la création de la **COVID-19 Corporate Financial Facility (CCFF)** pour racheter des effets de commerce à échéance d'au plus un an émis par les institutions non financières, afin de s'assurer qu'elles pourront financer leurs dépenses actuelles. La CCFF est un mécanisme du Trésor, mis en œuvre par la BoE et financé par l'émission de réserves qui dureront pendant au moins les 12 premiers mois.
- **Deuxième baisse de taux entre deux réunions le 19 mars.** Dans un premier cas inédit de deuxième décision entre deux réunions, la BoE a abaissé le taux directeur de 15 points de base encore pour le porter de 0,25 % à 0,10 %, ce qui correspond à sa limite inférieure effective. Le procès-verbal de la réunion du 19 mars, publié aujourd'hui, est accessible en cliquant sur ce lien.
- **Relance de l'AQ le 19 mars.** Le CPM a annoncé qu'il avait l'intention d'**accroître le plus tôt possible de 200 milliards de GBP son stock d'actifs rachetés**, pour en porter le total de 445 milliards de GBP à 645 milliards de GBP. Cette augmentation de 200 milliards de GBP est, à elle seule, la plus importante dans le programme d'AQ de la BoE : la plus forte augmentation précédente s'était élevée à 75 milliards de GBP. Les nouveaux actifs rachetés seront essentiellement constitués d'obligations du gouvernement du Royaume-Uni, et les opérations de rachat sont déjà amorcées, ce qui compensera le relèvement des besoins en crédit de l'État dans la prochaine année et ce qui viendra endiguer toute dérive à la hausse des rendements à long terme.
- **Extension du TFSME le 19 mars.** Le CPM a adopté à l'unanimité l'**extension du TFSME** financé grâce à l'émission de réserves de la BoE afin d'améliorer la transmission des deux baisses du taux directeur. En particulier, la provision initiale des emprunts du régime a augmenté pour passer de 5 % à 10 % du stock de prêts en économie réelle des institutions participantes pour étayer les crédits offerts aux ménages et aux entreprises à des conditions proches du nouveau taux directeur.

Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de cochefs de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

**Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.**

<sup>MD</sup> Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont Scotiabanc Inc., Citadel Hill Advisors L.L.C., The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York, Scotiabank Europe plc, Scotiabank (Ireland) Limited, Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V. et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.