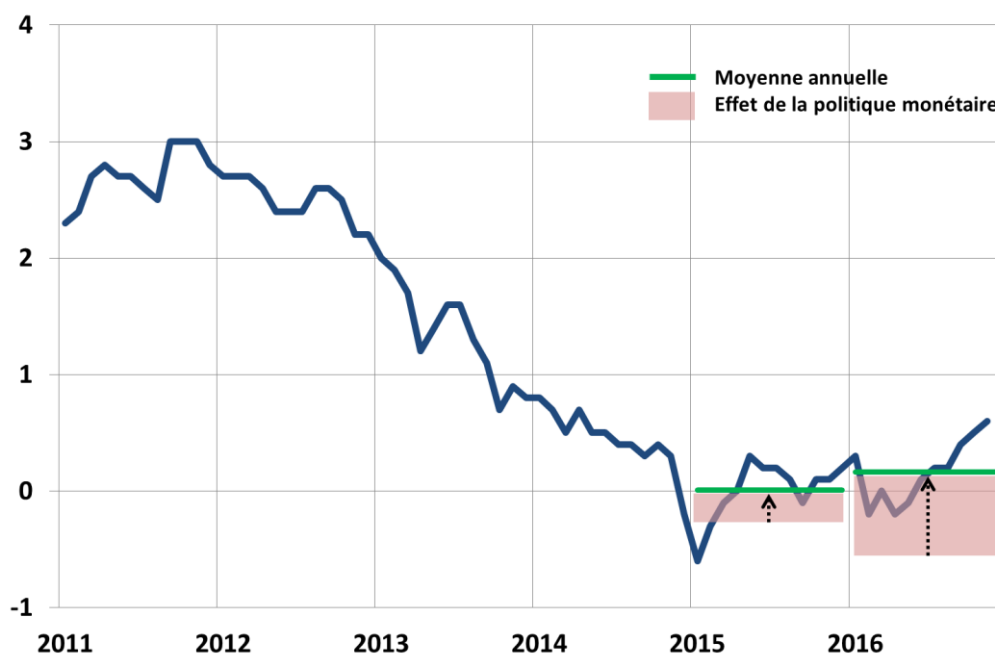


La politique de la BCE depuis 2014 et son effet positif sur l'inflation

[Magali Marx](#), Benoit Nguyen et [Jean-Guillaume Sahuc](#)

L'inflation en zone euro aurait été négative en 2015 et 2016 sans la politique menée par la BCE depuis 2014. L'impact de cette politique sur l'inflation, mesurée par l'IPCH (Indice des Prix à la Consommation Harmonisé) est estimé à environ +0,3 point de pourcentage (pp) dès 2015 et +0,8 pp en 2016 selon une étude de l'Eurosystème (la BCE et les 19 banques centrales nationales). L'effet cumulé sur 2015-18 des mesures prises en 2014-16 atteindrait presque +1,6 pp.

Graphique 1. Inflation en zone euro et effet estimé de la politique monétaire



Note: L'inflation est le glissement annuel de l'IPCH, en pourcentage. La ligne verte représente la moyenne annuelle de l'inflation réalisée. La zone rose représente le gain d'inflation apporté par la politique monétaire.

L'inflation en zone euro (ZE) n'a pas dépassé 1% (la moitié de la cible) depuis 2014 (Graphique 1), avec un taux moyen annuel à 0,20%, malgré l'orientation très accommodante de la politique monétaire. Un facteur essentiel de cette évolution a été la diminution des prix de l'énergie entre mi-2014 et mi-2015, sur laquelle les banques centrales n'ont pas de prise. Ceci pourrait faire

croire à tort que les mesures de l'Eurosystème ont été inefficaces, mais l'inflation aurait été en réalité encore plus faible en leur absence (voir [Bulletin de la Banque de France, mai-juin 2016](#)). Le risque d'une spirale déflationniste aurait été exacerbé.

La politique de l'Eurosystème et ses canaux de transmission à l'économie

Depuis mi-2014, l'Eurosystème a mis en œuvre trois types de mesures pour assouplir les conditions monétaires et favoriser la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle : (1) des taux directeurs négatifs et un guidage des taux d'intérêt (forward guidance), (2) un refinancement et un soutien au crédit, notamment en direction des entreprises, et (3) un programme d'achats d'actifs privés et publics (APP, voir encadré).

La transmission de la politique monétaire s'effectue au moins à travers trois canaux : l'effet de signal sur la détermination à maintenir durablement les taux d'intérêt à des niveaux bas ; l'amélioration des conditions de crédit ; et une réallocation de portefeuille entraînant une revalorisation des prix d'actifs.

Les trois volets de mesures pris par l'Eurosystème entre mi-2014 et mi-2016

(1) Les taux directeurs ont été abaissés : en mars 2016, le taux des opérations principales de refinancement (MRO) a été fixé à 0% et le taux de la facilité de dépôt (taux plancher du corridor du corridor de l'Eurosystème) à -0,40%. Ces baisses de taux sont venues renforcer le guidage des taux d'intérêt mis en place dès juillet 2013. Ce dernier correspond à un engagement sur les décisions de taux à venir de manière à influencer non seulement les taux à court terme, mais également les taux à plus long terme qui sont majoritairement déterminés par l'anticipation des taux de court terme futurs.

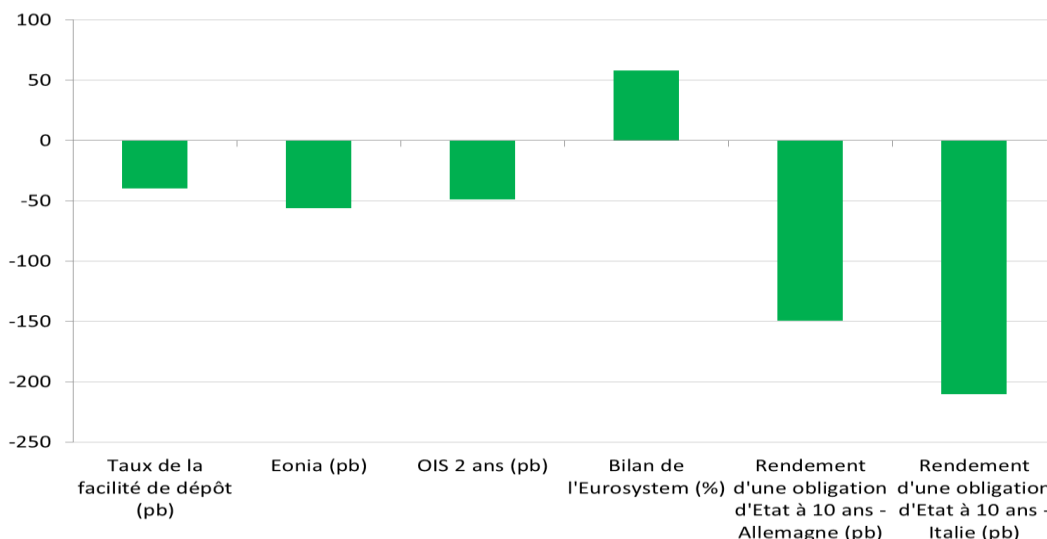
(2) Une série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) a été annoncée en juin 2014 et mise en place en septembre. Ces opérations permettent aux institutions de crédit de se refinancer pour des périodes allant jusqu'à quatre ans. Elles fournissent aux banques un financement de long terme à taux très bas, pour assouplir encore plus les conditions de crédit au secteur privé et stimuler le financement de l'économie réelle. Ces mesures renforcent ainsi l'orientation accommodante de la BCE et renforcent la transmission de la politique monétaire en incitant fortement les banques à prêter aux entreprises et aux ménages.

(3) Enfin, l'Eurosystème a lancé en octobre 2014 un premier dispositif d'assouplissement quantitatif sous la forme d'un double programme d'achat de titres privés (des titres adossés à des actifs de financement de l'économie et des obligations sécurisées) destiné à promouvoir la titrisation de bonne qualité et la réduction des primes de risque. En janvier 2015, ce dispositif fut étendu (APP) pour inclure des obligations du secteur public, et rehausser la taille du bilan de la BCE autour de 3000 milliards d'euros. Par la suite, le programme a été étendu en termes de durée (en décembre 2015, la fin du programme est passée de septembre 2016 à au moins mars 2017) et de volume : le montant des achats mensuels est passé de 60 milliards à 80 milliards en mars 2016.

Un effet significatif de ces mesures sur les indicateurs de marché depuis 2014

Les programmes lancés en 2014 et 2015 ont amélioré de manière significative les conditions financières en ZE. En particulier, on a observé un net déclin des taux courts anticipés, une baisse très marquée des rendements de titres souverains des pays de la ZE (Graphique 2). Ceci a entraîné une baisse des taux bancaires (par exemple, le taux du crédit aux sociétés non financières a diminué de 1,1 pp depuis janvier 2014), une augmentation des volumes de prêts (les montants totaux de prêts ont augmenté de 3% sur la même période) et une dépréciation de l'euro (le taux de change effectif nominal de l'euro contre 38 devises a diminué de 5% sur la même période).

Graphique 2. Politique monétaire et indicateurs de marché depuis janvier 2014



Note: pb : points de base ; l'OIS 2 ans est un contrat échangé sur la base de l'anticipation de l'Eonia sur les deux prochaines années.

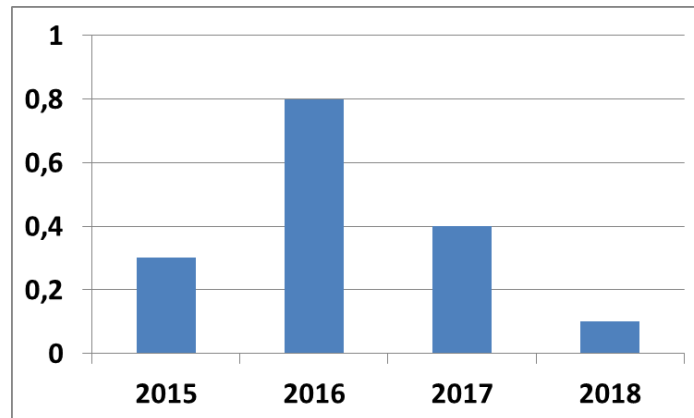
Des effets cumulés de l'APP sur l'inflation d'environ 1,6 pp sur 2015-18

L'activité économique dépendant de nombreux facteurs, évaluer l'effet macroéconomique des mesures repose sur des exercices de simulation réalisés à l'aide de différents types d'outils : des modèles statistiques de séries temporelles, des modèles de prévision traditionnels, des modèles d'équilibre général dynamique stochastique, etc. De ce fait, les résultats doivent être pris avec précaution puisqu'ils reposent sur un ensemble d'hypothèses qui sont, par nature, discutables.

La BCE a coordonné un exercice d'évaluation des effets de l'APP sur l'inflation à partir de différents modèles structurels et statistiques. Le résultat est résumé dans le Graphique 3 et montre un effet cumulé des mesures prises en 2014-16 de presque 1,6 pp sur l'inflation pour la

période 2015-2018. Ce résultat ne tient pas compte de l'extension de l'APP décidée en décembre 2016 et mise en place d'avril à décembre 2017 (avec un montant d'achats mensuels de 60 milliards).

*Graphique 3. Effets de l'APP sur l'inflation
(en points de pourcentage)*



D'autres évaluations par plusieurs équipes de l'Eurosystème sont globalement cohérentes avec ces estimations et indiquent un effet maximal sur l'inflation compris entre +0,4 pp et +0,8 pp par an (Tableau 1).

*Tableau 1. Évaluations disponibles de l'effet de l'APP sur l'inflation
(en points de pourcentage)*

Travaux / Approche utilisée	Impact maximal sur le taux d'inflation annuelle
Cova, Pagano, et Pisani (2015) Modèle structurel, décomposition explicite de plusieurs économies de la ZE	≈+0,8
Sahuc (2016) Modèle structurel avec frictions financières	≈+0,8
Andrade, Breckenfelder, De Fiore, Karadi and Tristani (2016) Modèle structurel	≈+0,35
Blot, Creel, Hubert and Labondance (2015) Modèle statistique	≈+0,8

Les effets sont évidemment hétérogènes entre pays, notamment en raison d'une amélioration des conditions de financement plus marquée pour certains que pour d'autres, des tensions inégales sur les capacités de production, ou des compositions sectorielles plus ou moins exposées au commerce extérieur. Les pays dit « périphériques » ont vraisemblablement davantage bénéficié de ces mesures que ceux du centre. Par exemple, [Cova et Ferrero \(2015\)](#) estiment un effet de l'APP sur l'inflation en Italie de 0,5 pp en 2015 et de 0,7 pp en 2016.

Etant donné la multitude d'instruments utilisés par l'Eurosystème et l'incertitude entourant les canaux de transmission de la politique monétaire, certains effets positifs issus, par exemple, de la communication ou du guidage des taux d'intérêt peuvent être sous-estimés. Des travaux en cours à la Banque de France essaient donc de quantifier les effets macroéconomiques de l'ensemble des mesures prises par l'Eurosystème (cf. [Mouabbi et Sahuc, 2016](#)).