



Les mesures de politique monétaire en zone euro et leurs effets depuis 2014

Magali MARX
Benoît NGUYEN
Jean-Guillaume SAHUC
Direction des Études monétaires
et financières

Cette lettre présente le résultat de travaux de recherche menés à la Banque de France. Les idées exposées dans ce document reflètent l'opinion personnelle de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France. Les éventuelles erreurs ou omissions sont de la responsabilité des auteurs.

Depuis fin 2013, l'inflation dans la zone euro a été nettement inférieure à sa cible, ce qui peut se reporter sur les anticipations d'inflation à long terme et reflète une reprise très progressive de l'activité. Dans un contexte où la stabilité des prix était menacée, l'Eurosysteme a entamé, à partir de l'été 2014, une nouvelle phase d'expansion monétaire, marquée notamment par des achats massifs de dette publique et des taux directeurs négatifs. Selon les estimations de l'Eurosysteme, le programme d'achat d'actifs et les autres mesures non conventionnelles prises depuis 2014 auraient un effet sur l'inflation annuelle moyenne de l'ordre de 0,5 point de pourcentage sur la période 2015-2018, et un effet cumulé sur la croissance économique de la zone euro de l'ordre de 1,6 point de pourcentage à l'horizon 2018.

Depuis 2014, la situation macroéconomique en zone euro s'est caractérisée par un risque accru sur la stabilité des prix et l'ancrage des anticipations d'inflation. L'inflation a continûment baissé depuis le début de l'année 2012, jusqu'à atteindre des valeurs négatives à la mi-2015, puis au début 2016. Si un facteur important de cette évolution a été la baisse durable du prix du pétrole, celui-ci n'explique pas tout, et le taux d'inflation hors produits énergétiques et alimentaires (« l'inflation sous-jacente ») a également baissé sur la même période.

L'évolution des prix s'est donc graduellement écartée de valeurs compatibles avec la stabilité des prix, que la BCE a définie comme une inflation des prix à la consommation inférieure à, mais proche de 2 %. La baisse des anticipations d'inflation (mesurées à l'aide d'enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels – *ECB survey of professional forecasters*, SPF – et d'indicateurs issus des marchés financiers) laissait présager un risque de désancrage des anticipations et la possibilité d'une dynamique d'inflation faible, voire de déflation. Cette dynamique porte en elle un risque de trappe déflationniste, comme celle qu'a connue le Japon de 1995 à 2013, voire de dépression par les prix.

La réponse de l'Eurosysteme : trois volets de mesures

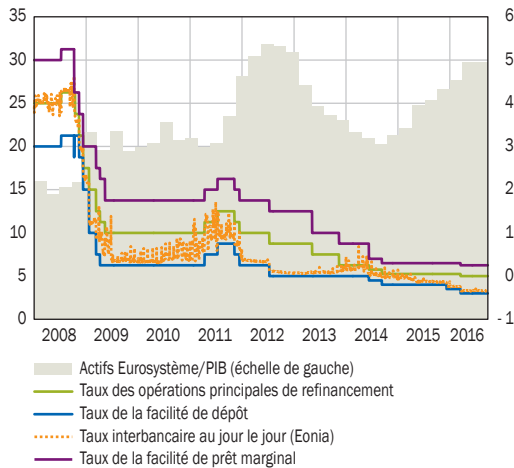
Face à ces risques croissants de désancrage, c'est-à-dire de perte de repères des agents économiques sur la valeur des prix exprimés en euros, l'Eurosysteme a répondu par plusieurs types de mesures, dont certaines de nature non conventionnelle.

Taux négatifs et guidage des taux d'intérêt

Le Conseil des gouverneurs a tout d'abord abaissé davantage les taux d'intérêt directeurs, en juin 2014, en septembre 2014, puis à nouveau en mars 2016 (cf. graphique 1). Le taux directeur – celui des opérations principales de refinancement (*main refinancing operations* – MRO) – est désormais nul, et le taux de la facilité de dépôt fixé à – 0,40 %. Le taux négatif sur la facilité de dépôt grève les liquidités excédentaires que les banques déposent auprès de l'Eurosysteme, ce qui incite les banques à se prêter entre elles, améliorant la circulation de la liquidité entre banques de la zone euro.

G1 Taux directeurs, Eonia et taille du bilan de l'Eurosystème

(en %)



Note : Échelle de droite pour les taux directeurs.
Source : BCE.

Ces baisses de taux sont venues renforcer le guidage des taux d'intérêt (*forward guidance*) déjà mis en place depuis juillet 2013. Il correspond à un engagement sur les décisions de taux à venir, de manière à influencer non seulement les taux à court terme qui ont atteint leur niveau « plancher », proche de zéro, mais également les taux à plus long terme qui sont en grande partie déterminés par l'anticipation des taux de court terme futurs.

Refinancement et soutien au crédit

Face à la baisse du volume de crédit octroyé par les banques, le Conseil des gouverneurs a décidé en juillet 2014 un nouveau programme d'opérations de refinancement « ciblées » à long terme et à taux fixe (*targeted longer-term refinancing operations – TLTRO*). L'objectif des TLTRO est d'inciter les banques à accroître leur offre de prêts aux sociétés non financières (SNF) et aux ménages (à l'exception des prêts au logement). Les taux d'intérêt associés à ces opérations sont attractifs mais conditionnés pour chaque banque à la croissance du volume de prêts à l'économie. En outre, les banques qui n'ont pas accru leur offre de crédit au secteur privé au-delà d'un niveau de référence devront rembourser les montants empruntés sans bénéficier de la deuxième tranche de l'opération.

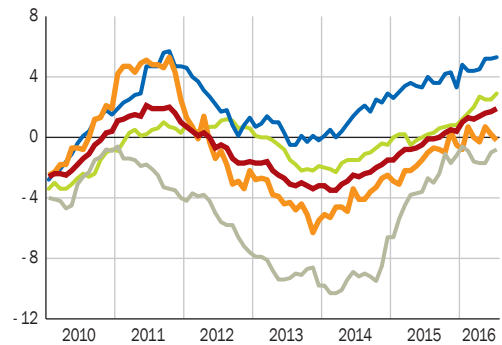
Programmes d'achats d'actifs privés et publics

En octobre 2014, l'Eurosystème a lancé un premier dispositif d'assouplissement quantitatif sous la forme

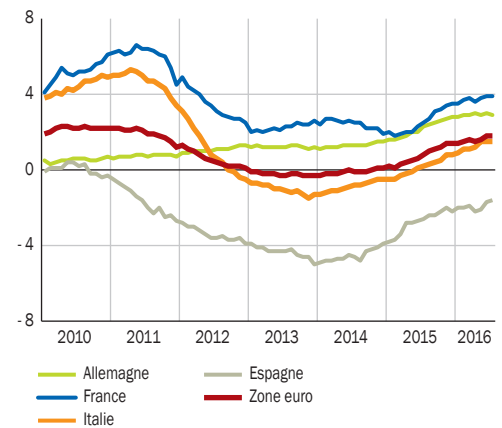
G2 Variations des encours de prêts aux sociétés non financières et aux ménages

(glissement annuel, en %)

a) aux SNF



b) aux ménages



Source : BCE.

d'un double programme d'achat de titres privés destiné à promouvoir la titrisation de bonne qualité et la réduction des primes de risque qui majoraient encore les taux des prêts aux SNF : i) un programme d'achat de titres adossés à des actifs de financement de l'économie (*asset-backed securities purchase programme – ABSPP*), programme limité aux ABS « simples et transparents », notés au moins BBB, et reposant sur des prêts aux agents non financiers, tels que les prêts immobiliers, les prêts automobiles, les prêts à la consommation, les prêts aux entreprises¹ ; ii) un programme d'achat d'obligations sécurisées (*covered bond purchase programme – CBPP*), ces dernières étant majoritairement émises par le secteur bancaire et garanties par des crédits hypothécaires ou des crédits à des entités du secteur public.

¹ Ces actifs sont considérés comme ayant un faible risque de crédit. Ils étaient d'ailleurs éligibles comme collatéral aux opérations de refinancement de l'Eurosystème.

T1 Évaluations disponibles sur l'impact des mesures APP sur l'inflation et l'activité ^{a)}

(en points de pourcentage)

Travaux / Approche utilisée	Impact maximal sur le taux d'inflation annuel	Impact maximal sur le niveau d'activité
Cova, Pagano et Pisani (2015) Modèle structurel, décomposition explicite de plusieurs économies de la zone euro	≈ + 0,8	≈ + 1,4 (niveau du PIB)
Sahuc (2016) Modèle structurel avec frictions financières	≈ + 0,8	≈ + 1,3 (niveau du PIB)
Andrade, Breckenfelder, De Fiore, Karadi et Tristani (2016) Modèle structurel	≈ + 0,35	≈ + 0,6 (niveau du PIB)
Blot, Creel, Hubert et Labondance (2015) Modèle statistique	≈ + 0,8	≈ + 4 (production industrielle)

a) Hors extension de décembre 2015 et mars 2016.

APP : asset purchase programme.

À partir du mois de septembre 2014, le président de la BCE, Mario Draghi, a évoqué puis précisé un objectif de taille de bilan de l'Eurosystème, indiquant que le Conseil des gouverneurs avait l'intention de retrouver le niveau prévalant début 2012, de l'ordre de 3 000 milliards d'euros, soit environ 30 % du PIB de la zone euro (contre 2 000 milliards d'euros environ en fin de troisième trimestre 2014).

En janvier 2015, le Conseil des gouverneurs a décidé d'étendre le précédent programme d'achats d'actifs pour inclure des obligations du secteur public (*public sector purchase programme* – PSPP). Les achats mensuels de titres des secteurs public et privé dans le cadre de ce programme étendu (*expanded asset purchase programme* : APP = PSPP + CBPP + ABSPP) ont été menés de mars 2015 à mars 2016 à hauteur de 60 milliards d'euros par mois. Du fait d'une situation macroéconomique défavorable en 2015, le Conseil des gouverneurs a décidé de recalibrer en décembre 2015 plusieurs de ces mesures. En particulier, le taux d'intérêt de la facilité de dépôt a été abaissé à -0,30 % et le programme d'achats de titres a été étendu au moins jusqu'en mars 2017.

En mars 2016, la BCE a annoncé une nouvelle extension du programme. Le nouvel ensemble de mesures comprend plusieurs dimensions : i) le taux des opérations principales de refinancement a été abaissé de 5 points de base, à 0 %, et le taux de la facilité de dépôt a été abaissé de 10 points de base, à -0,40 % ; ii) le montant mensuel du programme d'achat a été augmenté et porté de 60 milliards à 80 milliards d'euros ; iii) les obligations des SNF les plus sûres ont été incluses dans le périmètre du programme d'achat ; iv) une série de quatre opérations de financement à plus long terme a été annoncée : les TLTRO II. Le taux des opérations, chacune d'une maturité de quatre ans, sera fixé au taux MRO à la date de réalisation de l'opération. Il pourra, pour les banques dont la croissance du volume

de prêts nets dépasse une valeur de référence, être plus bas, et notamment être aussi bas que le taux d'intérêt de la facilité de dépôt en vigueur à la date de la réalisation de l'opération. Outre ces mesures, le président de la BCE a précisé que les taux d'intérêt directeurs resteraient au niveau d'avril 2016, ou à des niveaux plus bas, bien au-delà de mars 2017, terme actuel du programme d'achat d'actifs.

Effets macroéconomiques des mesures

À la suite des programmes lancés en 2014 et 2015, les conditions financières en zone euro se sont sensiblement améliorées. On a observé une baisse des anticipations de taux courts futurs, une baisse plus forte encore des taux des obligations émises par les États membres qui s'est notamment transmise aux taux bancaires, une augmentation des encours de prêts au secteur privé (cf. graphique 2) et une dépréciation de l'euro.

Étant donné que l'activité économique dépend de nombreux facteurs, apprécier l'impact macroéconomique des mesures de l'Eurosystème repose nécessairement sur des exercices de simulation. On utilise pour cela des modèles macroéconomiques quantitatifs en s'efforçant de dégager les résultats les plus robustes, c'est-à-dire ceux qui ne semblent pas dépendre d'hypothèses de modélisation particulières. Ce type d'exercice est par nature sujet à différents types d'incertitude.

En premier lieu, sur le plan méthodologique, plusieurs approches sont envisageables : les modèles d'équilibre général dynamique stochastique (DSGE), les modèles statistiques de séries temporelles, ou les modèles de prévision traditionnels. Au sein de chaque approche, les hypothèses de modélisation retenues peuvent influencer les résultats. L'incertitude est par ailleurs particulièrement élevée concernant les mesures d'assouplissement monétaire en zone euro, en raison notamment du faible

Les principaux canaux de transmission des programmes d'achats d'actifs

Les programmes d'achats d'actifs sont susceptibles d'affecter l'économie à travers de multiples canaux (Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen, 2011 ; Drumetz, Pfister et Sahuc, 2015). Trois grandes classes de mécanismes peuvent être distinguées : i) l'effet quantité, ii) l'effet signal et iii) l'effet sur l'excès de liquidité. Cette typologie est toutefois un peu arbitraire dans la mesure où les effets correspondants ne sont pas toujours faciles à distinguer empiriquement ou théoriquement.

i) **L'effet quantité** : les achats de titres peuvent être considérés comme un échange de titres de long terme contre des réserves, c'est-à-dire des liquidités détenues par les banques sur leur compte courant auprès de la banque centrale. Si ces actifs ne sont pas pleinement substituables, et en présence de contraintes et de frictions sur les marchés financiers, cet échange se transmet via des réallocations de portefeuilles aux autres actifs et entraîne des mouvements de prix.

ii) **L'effet signal** : par ses politiques non conventionnelles, la banque centrale signale aux acteurs économiques sa détermination à faire le nécessaire pour atteindre sa cible d'inflation. Ce signal peut conduire les agents économiques à réviser à la baisse leur anticipation de taux d'intérêt directs futurs. Cet effet de signal vient renforcer le guidage des taux d'intérêt, c'est-à-dire la communication explicite sur la trajectoire des taux futurs. Par le jeu des arbitrages, une baisse des taux directs futurs anticipés entraîne un changement dans la valorisation de l'ensemble des actifs financiers.

iii) **L'effet sur l'excès de liquidité** : le mode d'allocation de la liquidité de l'Eurosystème (à travers ses opérations de refinancement à taux fixe) a un effet important sur le volume de liquidité disponible sur le marché interbancaire. Un excès de liquidité entraîne une baisse des taux d'intérêt sur le marché monétaire. Les achats de titres permettent le maintien d'une forte liquidité et participent ainsi au maintien des taux bas.

recul historique et statistique lié à la nouveauté de la mise en œuvre de ce type de mesure et des canaux de transmission qui leurs sont associés (cf. encadré).

Les évaluations des effets du programme d'achats en zone euro restent à ce jour peu nombreuses. Le tableau 1 présente les impacts maximaux estimés pour la zone euro sur l'inflation et l'activité.

La BCE (2016) présente une évaluation tirée des travaux d'un groupe de travail de l'Eurosystème qui repose sur une suite de modèles relevant des différentes approches citées ci-dessus. L'effet du programme APP (hors extension de décembre 2015 et mars 2016) sur l'inflation est évalué à 0,5 point de pourcentage en 2016 et 1/3 de point de pourcentage en 2017. L'effet sur le niveau du PIB à l'horizon 2017 est évalué à presque 1 point. Draghi (2016a, 2016b) et Praet (2016) citent une nouvelle évaluation, incluant l'extension des mesures de décembre 2015, dans laquelle l'effet sur l'inflation est d'au moins 0,5 point en 2016 et d'environ 0,5 point en 2017, et l'effet sur le niveau du PIB sur la période 2015-2018 d'environ 1,5 point. Le tableau 2 synthétise ces évaluations Eurosystème en présentant des moyennes sur la période 2015-2018².

Les évaluations citées se focalisent sur la zone euro agrégée. Il est vraisemblable que l'effet est différent selon les pays, notamment en raison d'une amélioration des conditions de financement plus marquée pour certains d'entre eux, de tensions inégales sur les capacités de

production, et de compositions sectorielles plus ou moins exposées au commerce extérieur.

Les pays dits « périphériques », dont l'Italie et l'Espagne, dans lesquels les baisses de taux d'intérêt, à la fois sur la dette publique et sur les crédits bancaires, ont été plus fortes, ont donc vraisemblablement davantage bénéficié des mesures que ceux du centre. L'effet sur la France est au contraire vraisemblablement inférieur à celui de la moyenne de la zone euro. Cova et Ferrero (2015) estiment l'effet de l'APP sur l'inflation en Italie à 0,5 point en 2015 et 0,7 point en 2016. L'effet sur la croissance du PIB obtenu est de 0,5 point en 2015 et 0,8 point en 2016. Pour la France, une étude de l'Insee (Heam, Lee, Marc et Pak, 2015) estime un effet à -0,8 point sur les taux souverains à 10 ans et obtient un impact de l'APP de 0,4 point de croissance du PIB en 2015.

Compte tenu notamment du caractère récent des expériences de mesures non conventionnelles de politique monétaire, l'incertitude reste substantielle quant à l'amplitude et au délai de leur impact. Les évaluations disponibles indiquent toutefois qu'elles ont contribué à soutenir la croissance et l'inflation en zone euro.

² Dans sa conférence de presse du 20 octobre 2016, Mario Draghi a donné une estimation des effets, pour la période 2016-2018, de l'ensemble des mesures prises entre 2014 et mars 2016. Cette estimation est cohérente avec celles présentées dans le tableau 2 qui intègrent, entre autres, les effets sur l'année 2015.

T2 Évaluations par l'Eurosystème des effets des mesures non conventionnelles de politique monétaire en zone euro

(en points de pourcentage)

Source / Mesures évaluées	Effet sur le taux d'inflation annuel moyen 2015-2018	Effet sur le taux de croissance cumulée du PIB 2015-2017 (ou 2018 *)
BCE (2016) APP	≈ + 0,3	≈ + 1,0
Praet (2016) APP avec extension de décembre 2015	≈ + 0,4	≈ + 1,3 *
Praet (2016) et Draghi (2016b) APP avec extension de décembre 2015 et TLTRO	≈ + 0,5	≈ + 1,6 *

Bibliographie**Andrade (P.), Breckenfelder (J.), De Fiore (F.), Karadi (P.) et Tristani (O.) (2016)**

« The ECB's asset purchase programme: an early assessment », *Working Papers Series*, n° 1956, BCE, septembre.

BCE (2016)

Annual Report 2015.

Blot (C.), Creel (C.), Hubert (P.) et Labondance (F.) (2015)

« Que peut-on attendre de l'assouplissement quantitatif de la BCE ? », *Revue de l'OFCE*, n° 138, p. 1-26, avril.

Cova (P.), Pagano (P.) et Pisani (M.) (2015)

« Domestic and international macroeconomic effects of the Eurosystem expanded asset purchase programme », *Temi di Discussioni*, n° 1036, Banque d'Italie, septembre.

Cova (P.) et Ferrero (G.) (2015)

« The Eurosystem's asset purchase programmes for monetary policy purposes », *Questioni di Economia e Finanza*, n° 270, Banque d'Italie, avril.

Draghi (M.) (2016a)

Avant-propos, *Rapport annuel 2015*, BCE.

Draghi (M.) (2016b)

Conférence de presse (avec questions et réponses), BCE, 21 avril 2016.

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160421.en.html>

Drumetz (F.), Pfister (C.) et Sahuc (J.-G.) (2015)

Politique monétaire, De Boeck.

Krishnamurthy (A.) et Vissing-Jorgensen (A.) (2011)

« The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy », *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011, p. 215-265.

Praet (P.) (2016)

« The ECB's monetary policy response to disinflationary pressures », discours conférence « ECB and its watchers XVII », Center for Financial Studies, Francfort, 7 avril.

Sahuc (J.-G.) (2016)

« The ECB's asset purchase programme: a model-based evaluation », *Economics Letters*, vol. 145(c), p. 136-140, septembre.

Éditeur

Banque de France

Réalisation

Direction de la Communication

Directeur de la publication

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN

Octobre 2016

www.banque-france.fr**Directeur de la rédaction**

Françoise DRUMETZ