

2015, une année historique pour la BCE ?

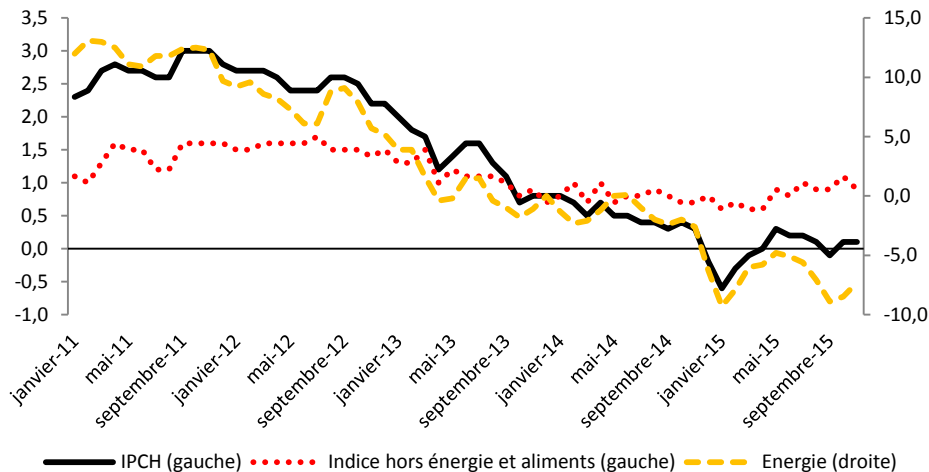
Jeudi 3 décembre 2015

A l'occasion de la dernière réunion de politique monétaire de l'année, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de renforcer son programme d'achat d'actifs. Le présent flash revient sur l'année de l'institution en rappelant le contexte macroéconomique sous-jacent.

1. Le contexte : une inflation inerte, des anticipations en baisse et une croissance modérée

Après avoir ralenti notablement depuis la fin 2011, l'**indice des prix à la consommation** a connu comme prévu (cf. flash éco du 20 décembre 2014) **4 mois de variations négatives** en zone euro à compter de décembre 2014. Depuis, l'indice est globalement stable, la très légère augmentation des prix au cours du printemps ayant été suivie par une nouvelle modération à partir du mois d'août. Bien que représentant à peine 11 % de l'indice, le poids du **facteur énergie** a été prépondérant dans ces évolutions : en son sein, la forte baisse du cours du baril de pétrole (à 48\$ en moyenne en octobre 2015, le cours était inférieur de 45 % à son niveau d'il y a un an, ce dernier étant lui-même inférieur de 30 % au pic de mars 2012) a eu un impact sensible. En matière d'**inflation hors énergie et aliments** (également dite « sous-jacente »), l'évolution fait apparaître un creux en avril 2015 (+ 0,6 %, soit un plus bas historique) puis une remontée très progressive autour de 1 % sous l'effet notamment des biens industriels non énergétiques. Bien qu'inchangées à un horizon de 5 ans par rapport au T3 2015 (+ 1,9 %, cf. flash éco du 23 juillet 2015), les « **anticipations d'inflation** » ont été revues à la baisse pour les années 2015 à 2017 lors de l'enquête du T4 (+ 1,0 % en 2016, soit - 0,3 point). Enfin, si elle s'inscrit en territoire positif depuis le T2 2013, la **croissance économique** relativement modérée des 30 derniers mois n'a pas encore permis au **PIB de la zone euro de retrouver son niveau d'avant-crise**.

IPC mensuel (en glissement annuel), zone €



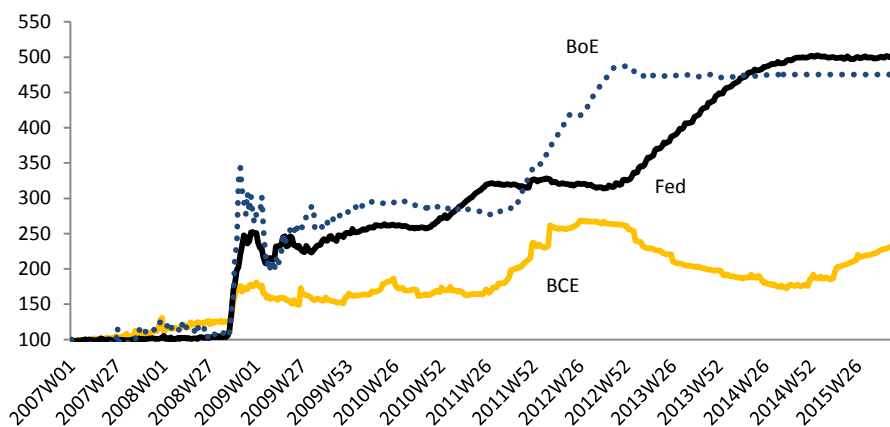
Source : Afep à partir de BCE.

2. Liquidité, « credit et quantitative easing » : le trio « non conventionnel »

Depuis la Grande récession de 2007-2008, les banques centrales ont été amenées à développer des **outils « non conventionnels »** de politique monétaire (à 0,05 %, le taux « refi » est confronté à la « contrainte du plancher »). Dans une étude récente, la BCE met en exergue le rôle du bilan de l'institution (voir aussi le flash du 5 mars 2015)¹. Ce dernier a été mobilisé pour assurer **trois fonctions** complémentaires : 1) garantir la **liquidité** en période de stress financier (d'où un accroissement de la taille du bilan) ; 2) améliorer les **conditions de financement** pour le secteur non financier (« *credit easing* » qui agit par le biais d'une modification de la composition du bilan) ; 3) intervenir sur les marchés en **rachetant des actifs** (« *quantitative easing* », où c'est à nouveau la taille du bilan qui est affectée).

¹ « The role of the central bank balance sheet in monetary policy », ECB Economic Bulletin n°4, 2015.

Total des actifs, base 100 en 2007



Source : Afep à partir de BCE, BoE et Fed. Série hebdomadaire (W : week).

Les différentes actions entreprises ont eu un impact significatif sur le **bilan de la BCE**, dont la taille a plus que doublé entre le début 2007 et la fin 2015. En particulier, les opérations dites « **LTRO** »² de décembre 2011 et février 2012 ont d'abord augmenté le bilan de la banque centrale, qui s'est replié par la suite au moment du remboursement des sommes par les banques. Depuis septembre 2014, la taille du bilan est repartie à la hausse avec les opérations « **TLTRO** » et les **programmes d'achats d'actifs** privés (fin 2014) et, surtout, publics (mars 2015). S'élevant à **540Md€** en octobre 2015 (soit environ la moitié du montant prévisionnel initial), ces programmes ont toutefois eu jusqu'à maintenant un **impact nettement plus limité** sur la taille du bilan de la BCE que ceux réalisés par la Réserve fédérale aux Etats-Unis et par la Banque d'Angleterre. Il est vrai que ces deux dernières ont lancé un « QE » bien avant la BCE (les achats d'actifs ont même été arrêtés), d'où un **total d'actifs à la fois supérieur** (environ un quart du PIB pour la Fed et la BoE, 20 % pour la BCE) et **distinct dans sa composition** (les actifs achetés ne représentent qu'un quart du bilan total de la BCE, contre plus de 90 % pour la Fed et la BoE).

3. 3 décembre 2015 : un « QE » renforcé, mais pourquoi faire ?

Réuni à Francfort, le Conseil des gouverneurs a acté le **renforcement du programme d'achat d'actifs** lancé en début d'année. Par rapport au programme initial (60Md€/mois entre mars 2015 et septembre 2016), il a été décidé d'en modifier la **composition** (en incluant les titres émis par les collectivités locales) et la **durée** (il prendra fin en **mars 2017 au plus tôt**) tout en réinvestissant les sommes issues des titres détenus arrivant à échéance (une politique déjà pratiquée par la Fed). Par ailleurs, le **taux de facilité des dépôts** a été abaissé une nouvelle fois (de - 0,2 % à - 0,3 %) et apparaît désormais comme le « nouveau plancher » : en pratique, les établissements financiers déposant au guichet de la BCE paieront cet acte plus cher. Les **objectifs** de ce nouvel assouplissement sont de trois ordres : a) **relever l'inflation** et les anticipations d'inflation (sous l'hypothèse d'une stabilité du cours du baril de pétrole, l'inflation atteindrait à peine + 1 % en 2016 selon la BCE) ; b) **assouplir** encore les conditions financières pour les ménages, les entreprises et les Etats ; c) **affaiblir le taux de change de l'euro**, qui pourrait bénéficier par ailleurs d'une remontée des taux de la Fed lors de la réunion prévue mi-décembre.

A circonstances exceptionnelles, politiques exceptionnelles ? En 2015, la BCE a franchi une nouvelle étape dans sa conduite de la politique monétaire. Confrontée à une inflation nulle dont la dynamique paraît durablement éloignée de son mandat (inférieure mais proche de + 2 %) et à un environnement macroéconomique marqué par de nombreuses incertitudes, on peut lui reconnaître le mérite de la constance et de la cohérence dans le raisonnement. Dire que ce dernier va être efficace est une autre question : en effet, la politique monétaire est déjà fortement contrainte, d'où un « rendement marginal » de son action qui pourrait bien être décroissant. Au-delà de « surestimer » ses forces, la BCE ne serait-elle pas en train de « surréagir » aux événements, au risque de décevoir ? En tout état de cause, sa décision envoie un signal relativement pessimiste sur la situation présente de l'économie européenne.

² « Longer term refinancing operations » : opérations de refinancement à 36 mois alors que le taux refi était à 1 %.