

Qu'est-ce qui inquiète la BCE ?

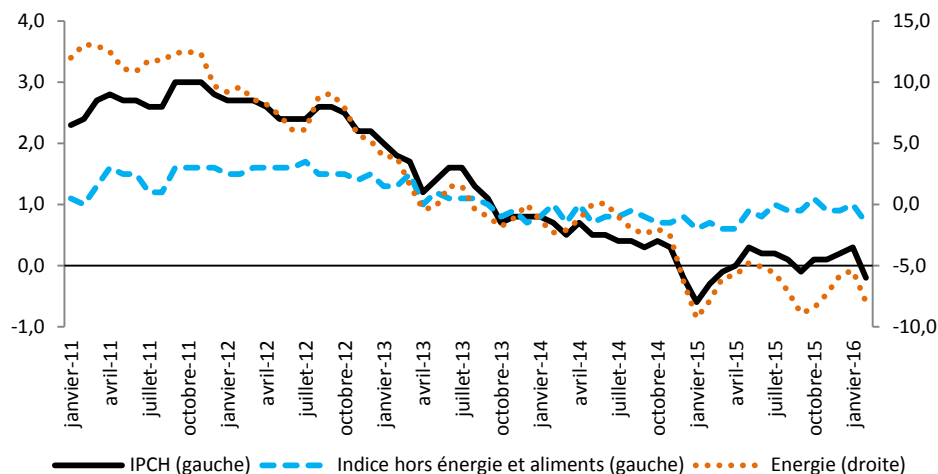
Jeudi 10 mars 2016

Comme cela était attendu, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de renforcer une nouvelle fois son programme d'assouplissement monétaire. Le présent flash revient sur le contexte de cette décision.

1. Contexte : une inflation globale nulle, un indice sous-jacent poussif

A - **0,2 % en février 2016**, l'indice des **prix à la consommation** en zone euro est repassé en territoire négatif après quatre mois très légèrement positifs fin 2015 et en janvier 2016. Par-delà les variations de court terme, l'inflation est en moyenne nulle au sein de l'Union économique et monétaire (UEM) depuis la fin 2014, cette évolution faisant elle-même suite à une nette désinflation observée depuis la fin 2011. Si la baisse des prix énergétiques explique une part prépondérante de ce mouvement, la dynamique de **l'inflation hors énergie et aliments** fait apparaître une progression « sous-jacente » des prix contenue : à moins de + 1 % en moyenne depuis le dernier trimestre 2013, cet indice est à son **plus faible niveau sur une période aussi prolongée depuis la création de la monnaie unique**. Bien que l'objectif de la BCE porte sur l'ensemble de l'indice (y compris les produits à prix volatils), l'évolution de l'inflation sous-jacente est également suivie de près par la banque centrale.

IPC mensuel (en glissement annuel), zone €

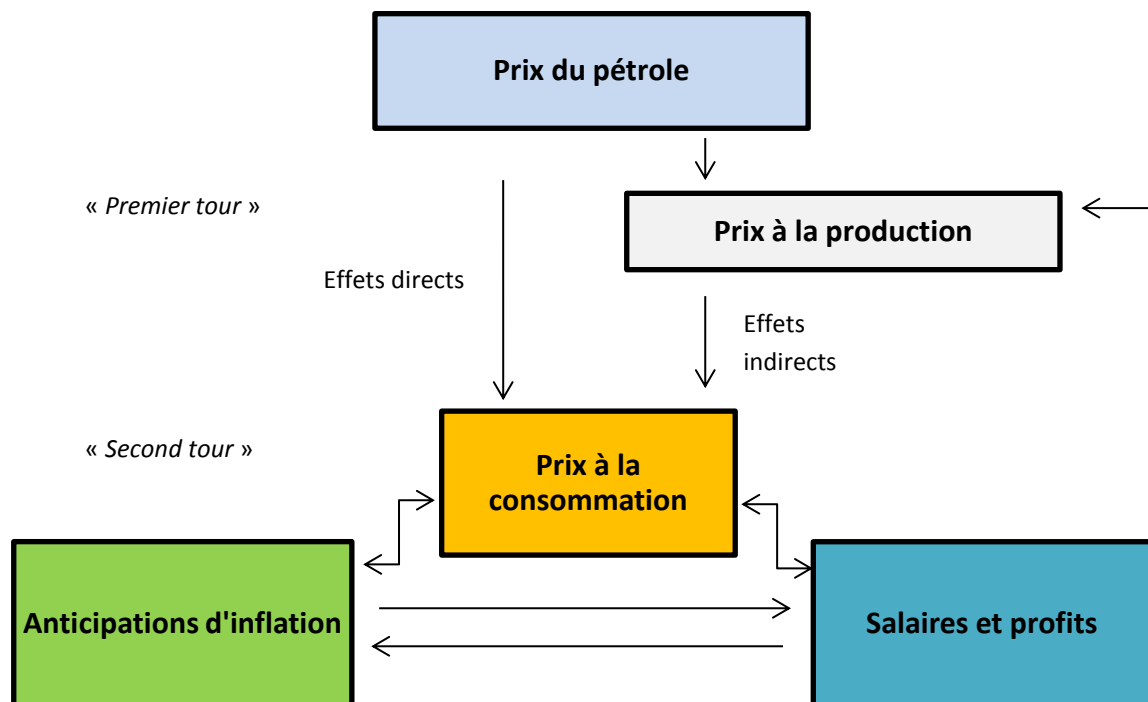


Source : Afep à partir d'Eurostat.

2. « Effets de second tour » liés au pétrole : de quoi parle-t-on ?

Dans leur analyse de la situation de l'inflation, les banquiers centraux sont attentifs à l'évolution constatée des prix afin de remplir le **mandat** qui leur a été confié : dans le cas de la BCE, il s'agit d'une inflation inférieure mais proche de + 2 % sur le moyen terme. En effet, les chocs ponctuels ou de nature temporaire sont la plupart du temps considérés comme n'affectant pas les perspectives d'évolution des prix et donc n'appellent pas de réaction de la banque centrale. Toutefois, dès lors qu'une tendance (haussière ou baissière) semble s'installer, ils sont également attentifs à d'éventuels « **effets de second tour** » qui pourraient influencer l'évolution future de l'inflation. Dans une étude d'août 2010¹, la BCE étudiait l'impact d'une variation du prix du pétrole sur l'inflation en distinguant deux critères : d'une part, le caractère **direct** (vs **indirect**) et, d'autre part, la temporalité de l'impact en différenciant les effets de « **premier tour** » des effets de « **second tour** ». Ainsi, une évolution du **prix du pétrole** a un impact direct et de premier tour sur la composante énergétique de l'indice des prix (et donc sur l'indice des prix lui-même). Un autre effet de premier tour, mais indirect celui-ci, est l'impact sur les prix à la consommation résultant de l'effet sur les **prix à la production** du mouvement sur le prix du pétrole (par exemple intrants liés au pétrole tels que la chimie ou les services de transports).

¹ « Oil prices- Their determinants and impact on Euro area inflation and the macroeconomy », BCE, bulletin d'août 2010.



Source : Afep à partir de BCE, bulletin mensuel d'août 2010.

Les effets de « **second tour** » cherchent à appréhender la réaction d'autres variables macroéconomiques d'importance (salaires, profits, anticipations d'inflation) au choc initial lié à la variation du prix du pétrole. Historiquement, ces effets ont surtout été étudiés lors d'épisodes de **forte hausse du cours du baril** : en effet, en stimulant l'inflation, ces chocs réduisaient le pouvoir d'achat des agents économiques et pouvaient engendrer une spirale inflationniste (« boucle prix-salaires » favorisée par l'existence de **mécanismes d'indexation automatique**). Si, depuis le milieu des années 80, les effets de second tour « haussiers » auraient reculé grâce à l'engagement des banques centrales à lutter contre l'inflation et à la moindre prégnance des mécanismes d'indexation automatique sur la dynamique salariale, la situation à laquelle la BCE est actuellement confrontée est bien à l'opposé de ce schéma (forte baisse du pétrole, faible croissance, modération salariale) avec, en outre, un niveau d'endettement nettement plus élevé.

3. Assouplissement monétaire, acte 3 : les mesures décidées

Après le 22 janvier et le 3 décembre 2015, la BCE a décidé aujourd'hui de mesures supplémentaires d'assouplissement monétaire : 1) une **baisse des taux** (avec, en particulier, un taux de refinancement à 0,0 % et un taux de facilité de dépôt à - 0,4 %), 2) 4 nouvelles **opérations de refinancement** à long terme (« TLTRO II ») et 3) un **programme d'achat d'actifs renforcé et élargi**. Sur ce dernier point, le montant mensuel des achats sera porté à **80Md€** (contre 60Md€) dès avril, ce qui augmentera sensiblement la taille globale du programme (1 740Md€, soit environ + 50 % par rapport au QE initialement annoncé en retenant l'hypothèse d'une conclusion du programme en mars 2017). Par ailleurs, la **liste des actifs éligibles** est étendue aux obligations de qualité « investissement » des **sociétés non financières** établies dans la zone euro, ce qui constitue une nouveauté très importante.

Répondant aux attentes générées par les annonces du début d'année, la BCE a bel et bien « reconsidéré » son programme d'assouplissement monétaire. Si son échec à faire revenir l'inflation vers sa cible est en grande partie dû à des facteurs exogènes (ce qui relativise d'ailleurs cet « échec »), l'inquiétude semble clairement centrée sur l'atonie de l'inflation sous-jacente et le risque d'effets de second tour qui pourraient, le cas échéant, enclencher un scénario déflationniste. Dans sa communication, la banque centrale met ainsi l'accent sur la corrélation croissante entre l'inflation constatée et les anticipations d'inflation. Par cette nouvelle décision « non conventionnelle », elle rappelle sa détermination à casser ce lien même si cela doit se traduire par l'accroissement de certains risques (développement des taux négatifs...). S'il est sans doute prématuré de l'évoquer, une réflexion sur la stratégie de sortie la plus en amont possible paraît cruciale dans la mesure où le QE peut vite prendre une tournure « addictive ».