

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

Note de Conjoncture de Décembre 2015

Jean-Cyprien Héam

Bertrand Marc

Raphaël Lee

Mathilde Pak



Mesurer pour comprendre

Plan

1. L'assouplissement quantitatif de janvier 2015
2. Canal du taux de change
3. Canal du bilan bancaire
4. Canal du taux d'intérêt
5. Comptes d'agents en France
6. Effets au niveau européen
7. Bilan et perspectives



L'assouplissement quantitatif de janvier 2015

La BCE a un mandat de contrôle de l'inflation avec un niveau « proche mais inférieur à 2 % ».

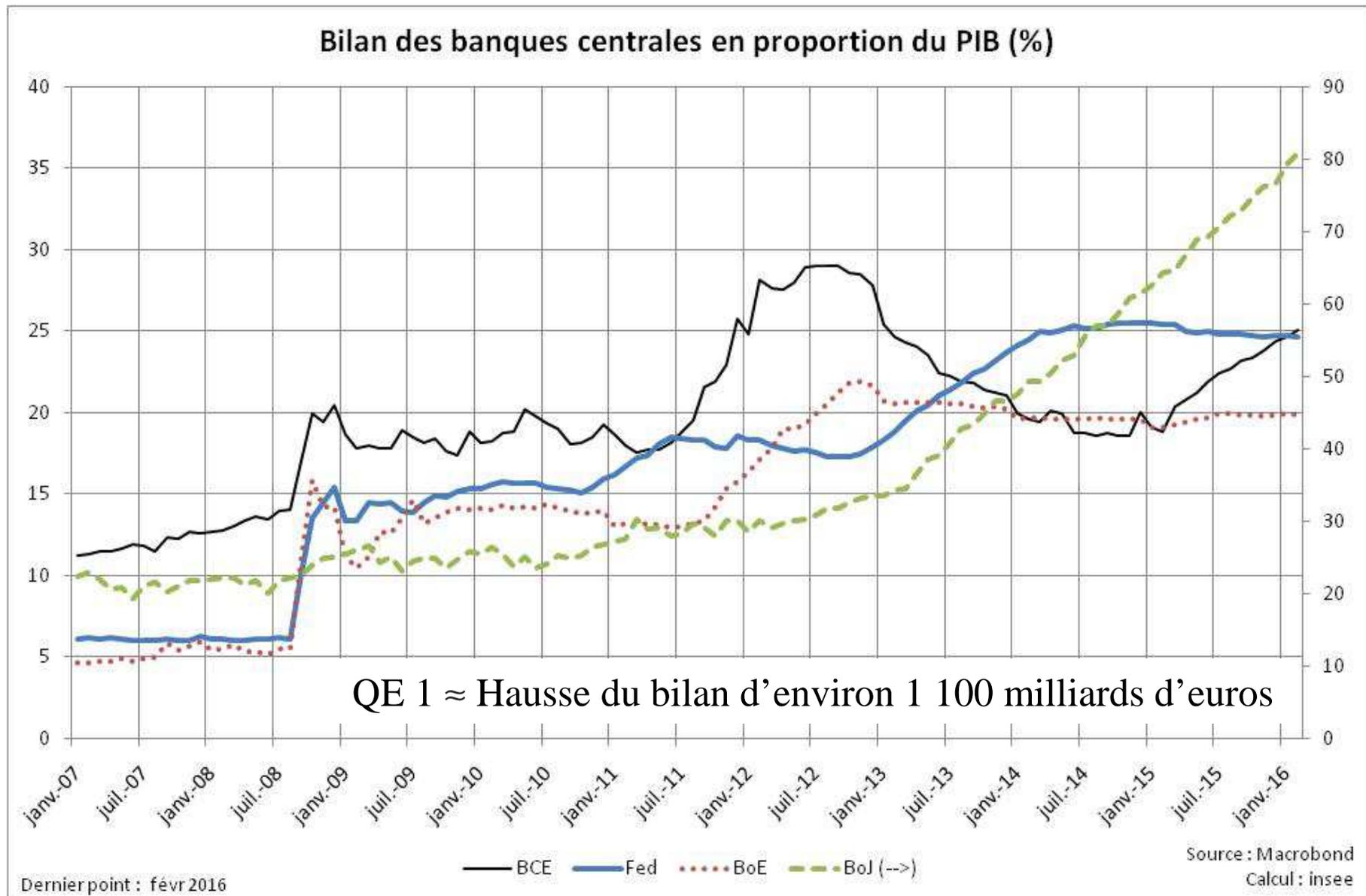
Politique monétaire conventionnelle : une banque centrale atteint usuellement ses objectifs en jouant sur les **taux directeurs**.

Politique monétaire non conventionnelle : si besoin, une banque centrale a recours à d'autres leviers, en particulier **l'accroissement de son bilan**. Il s'agit alors d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*, QE).

Politique monétaire non conventionnelle de la BCE :

1. Janvier 2015 : annonce d'achats de titres souverains de 60 milliards par mois de mars 2015 jusqu'en septembre 2016
[programme analysé dans le dossier]
2. Décembre 2015 : prolongement jusqu'en mars 2017
3. Mars 2016 : 20 milliards mensuels supplémentaires

L'assouplissement quantitatif de janvier 2015

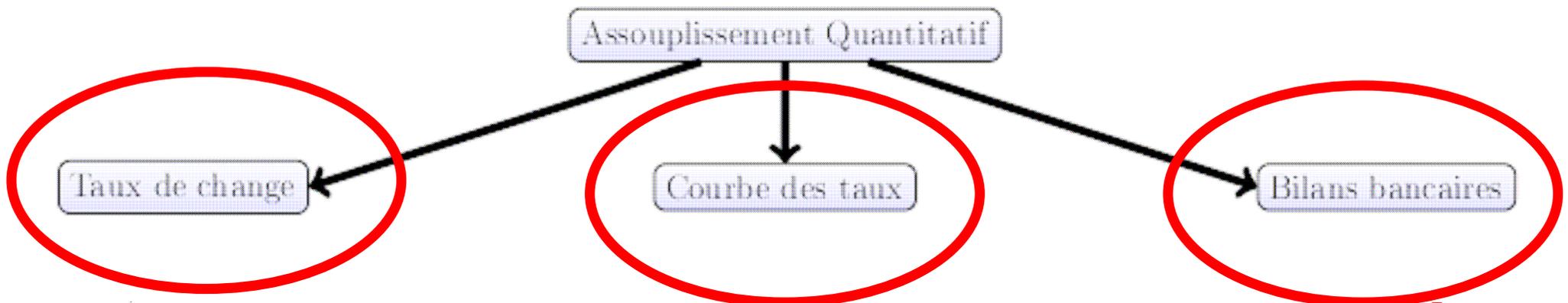


Trois principaux canaux d'influence

L'assouplissement quantitatif joue sur l'économie réelle via trois principaux canaux :

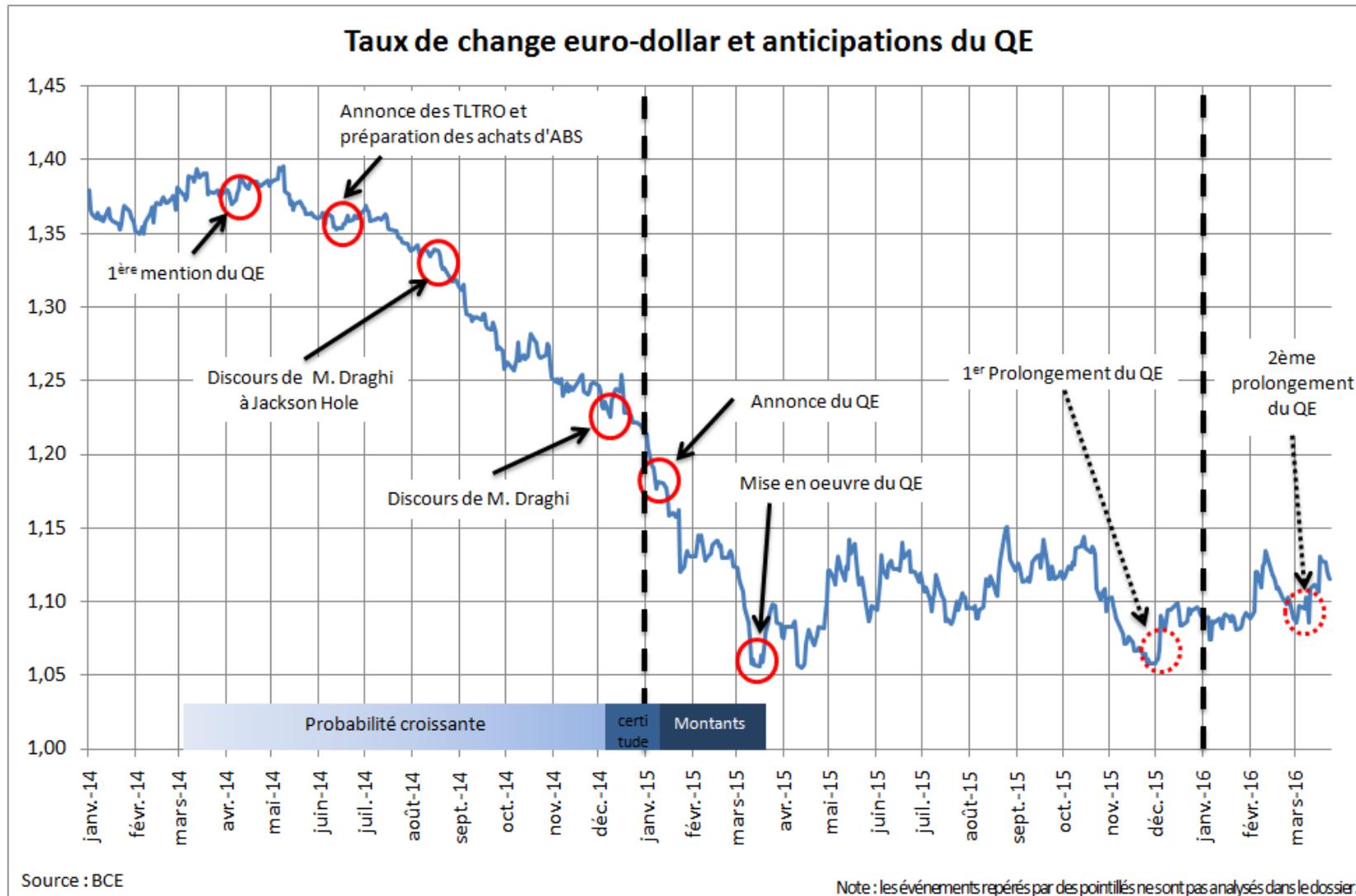
- ✓ le taux de change ;
- ✓ le taux d'intérêt ;
- ✓ les bilans bancaires.

L'analyse de ces trois canaux de transmission permet d'une part de dresser le compte des agents (« Qui perd ? Qui gagne ? ») et d'évaluer l'impact sur la croissance des pays européen.



Canal du taux de change

En achetant des titres, la BCE injecte de la monnaie banque centrale dans l'économie, entraînant une dépréciation de l'euro.



Canal bancaire

Comme la BCE achète des titres aux banques privées, ces dernières accroissent leurs dépôts auprès de la banque centrale.

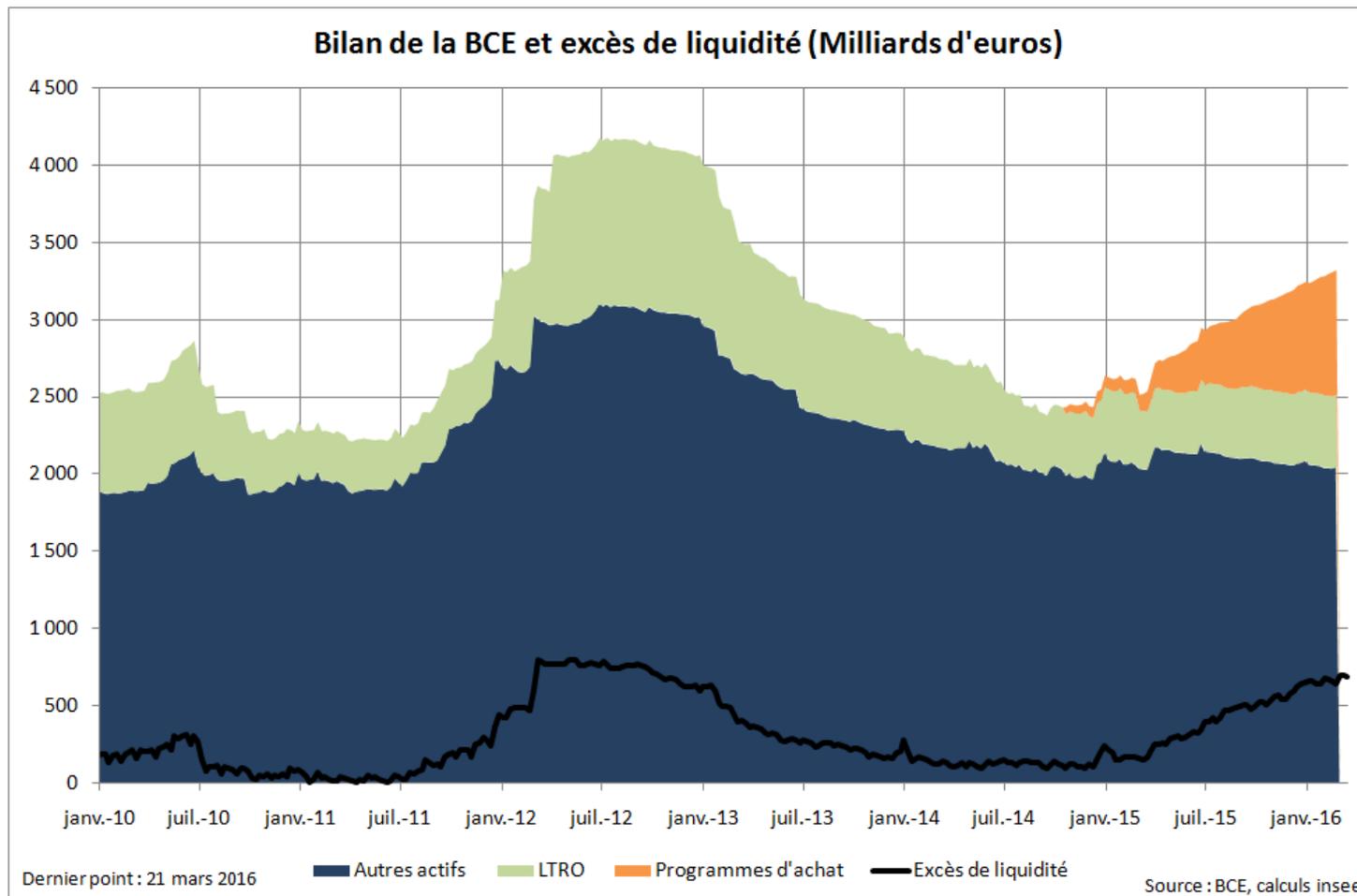
Cet accroissement des dépôts auprès de la BCE relâche la contrainte d'exigence de réserves obligatoires. Les réserves obligatoires sont fixés à 2 % des dépôts. Les dépôts sont directement liés aux crédits octroyés (mécanisme de création monétaire).

Le QE influence donc l'offre de crédit.

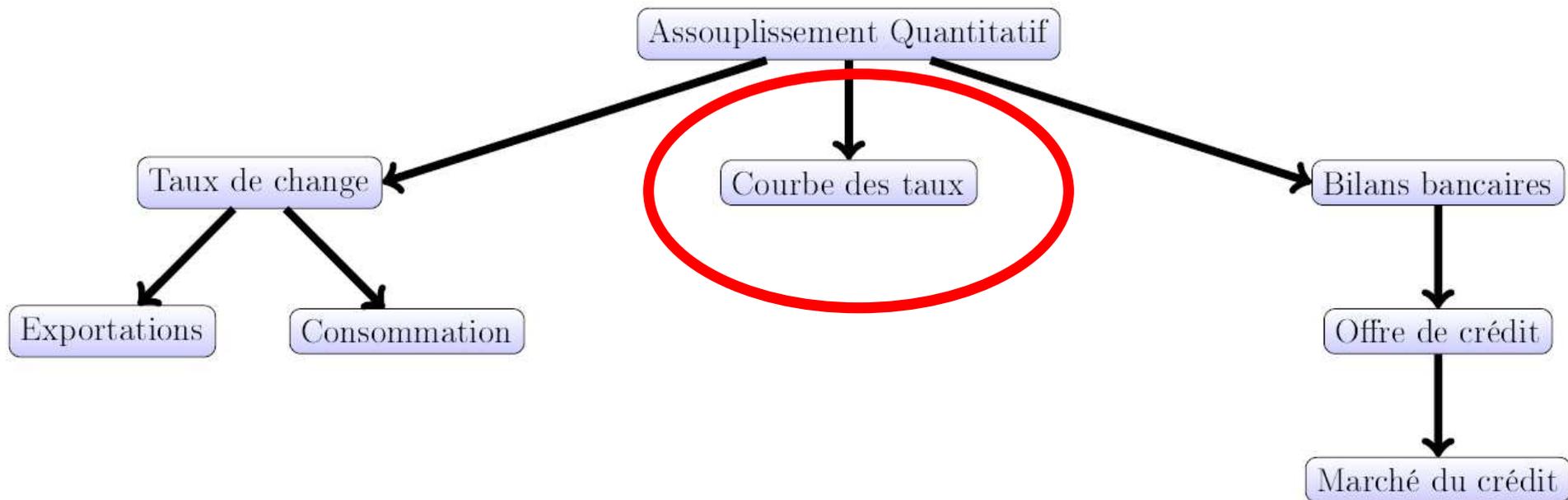
Canal bancaire

L'excès de liquidité est le montant des dépôts des banques privées auprès de la BCE au-delà des réserves obligatoires.

L'excès de liquidité en zone euro évolue parallèlement au QE : le canal du crédit ne jouerait pas à plein.

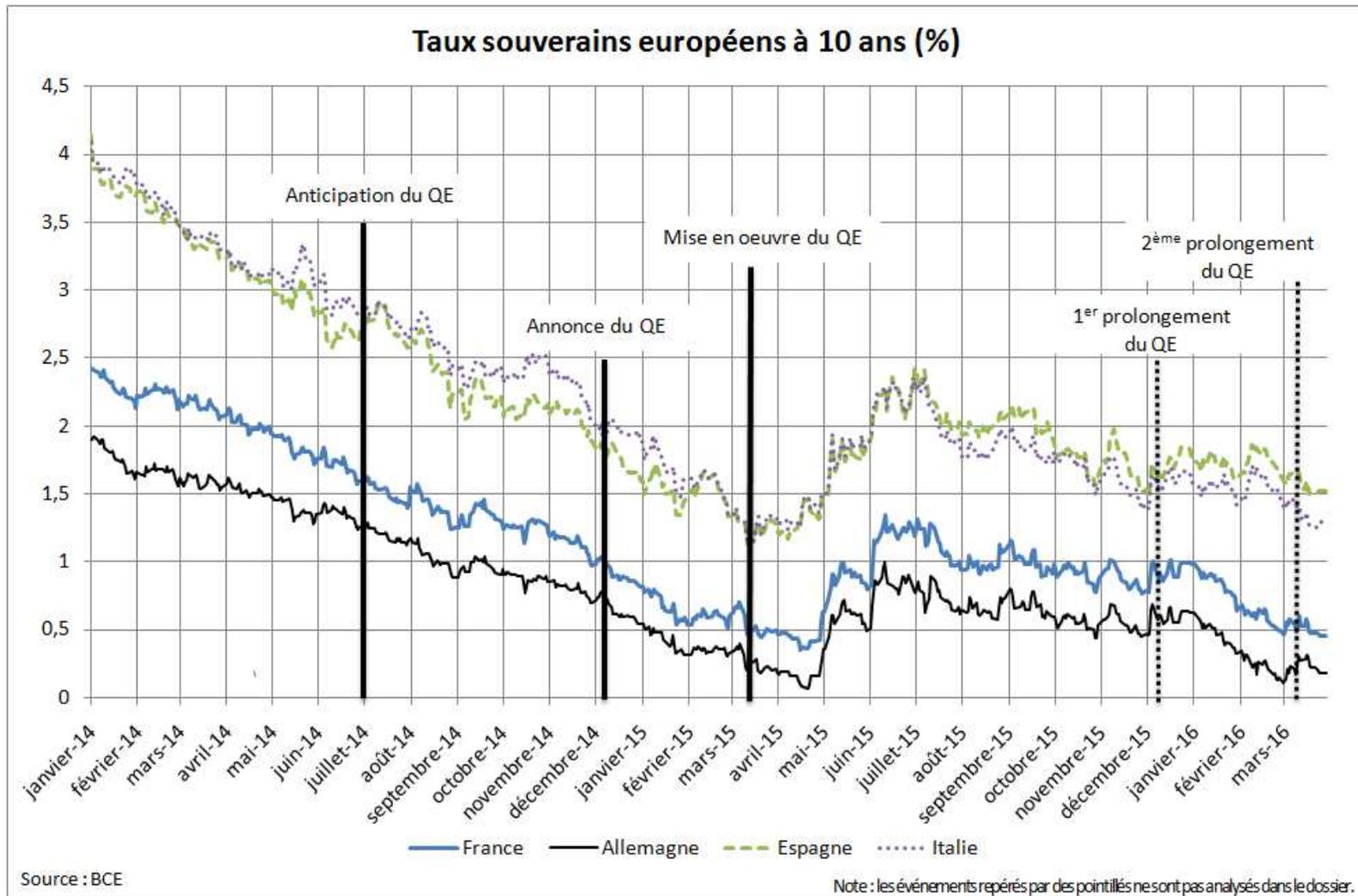


Canal bancaire



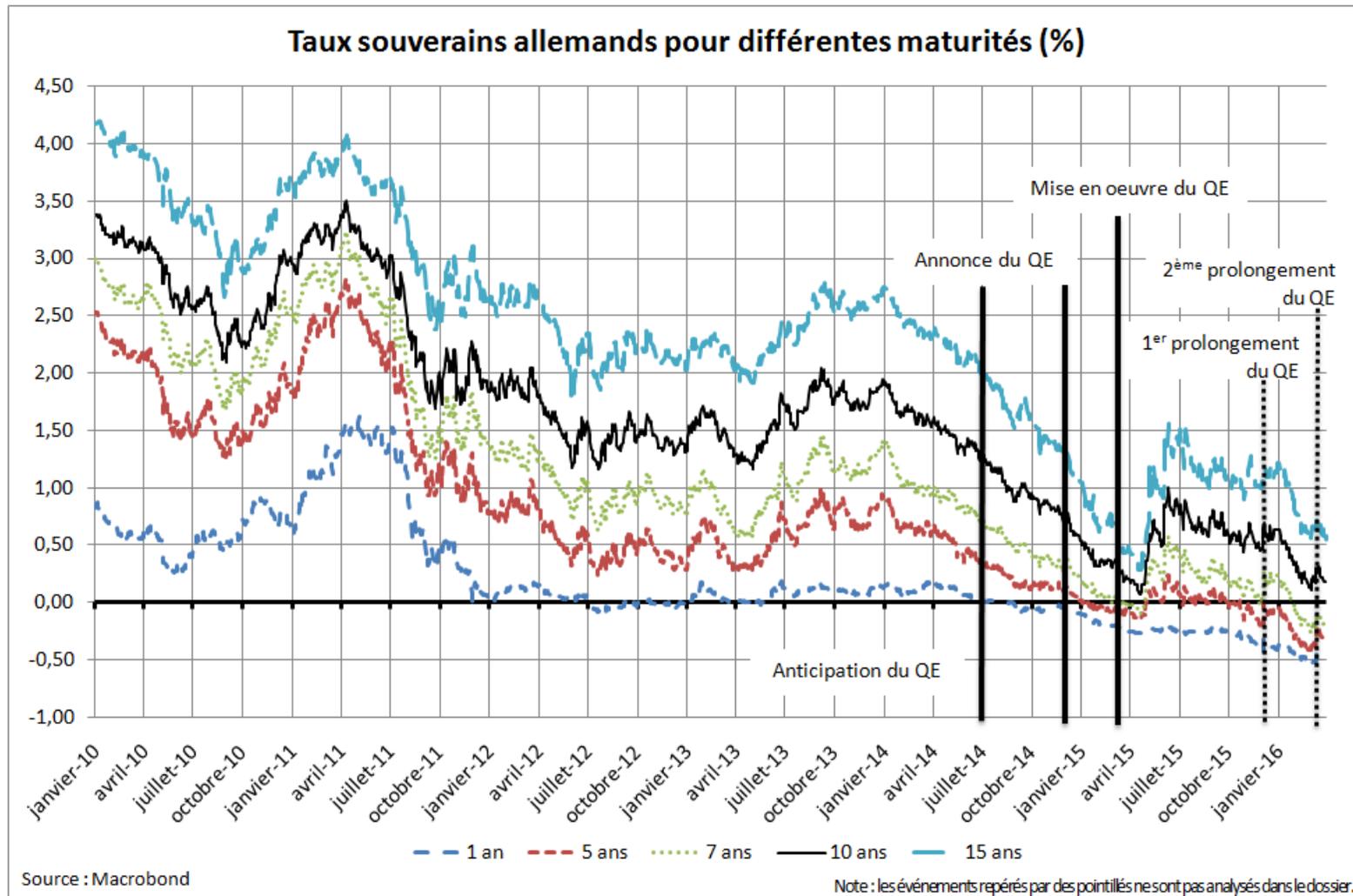
Canal du taux d'intérêt : courbe des taux

Le QE est combiné à un engagement de maintien à bas niveaux des taux de court terme. Par les mécanismes d'anticipations, la prime de terme diminue.



Canal du taux d'intérêt : courbe des taux

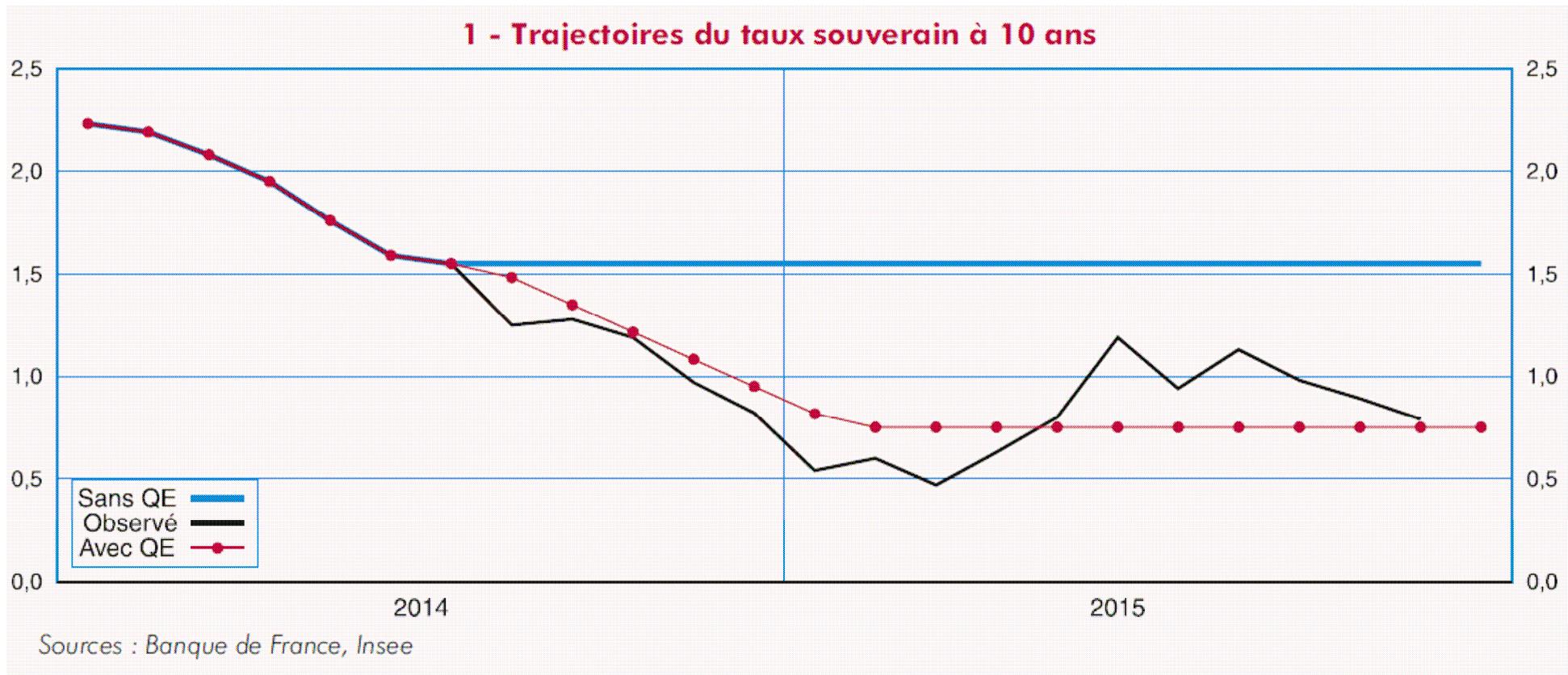
La baisse de la prime de terme joue sur la consommation, les opportunités d'investissement, et la valeur du stock d'actifs.



Canal du taux d'intérêt

L'estimation d'un modèle VAR conduit à estimer que le QE a provoqué une diminution sur le long terme de l'ordre 80 points de base du taux souverain français à 10 ans.

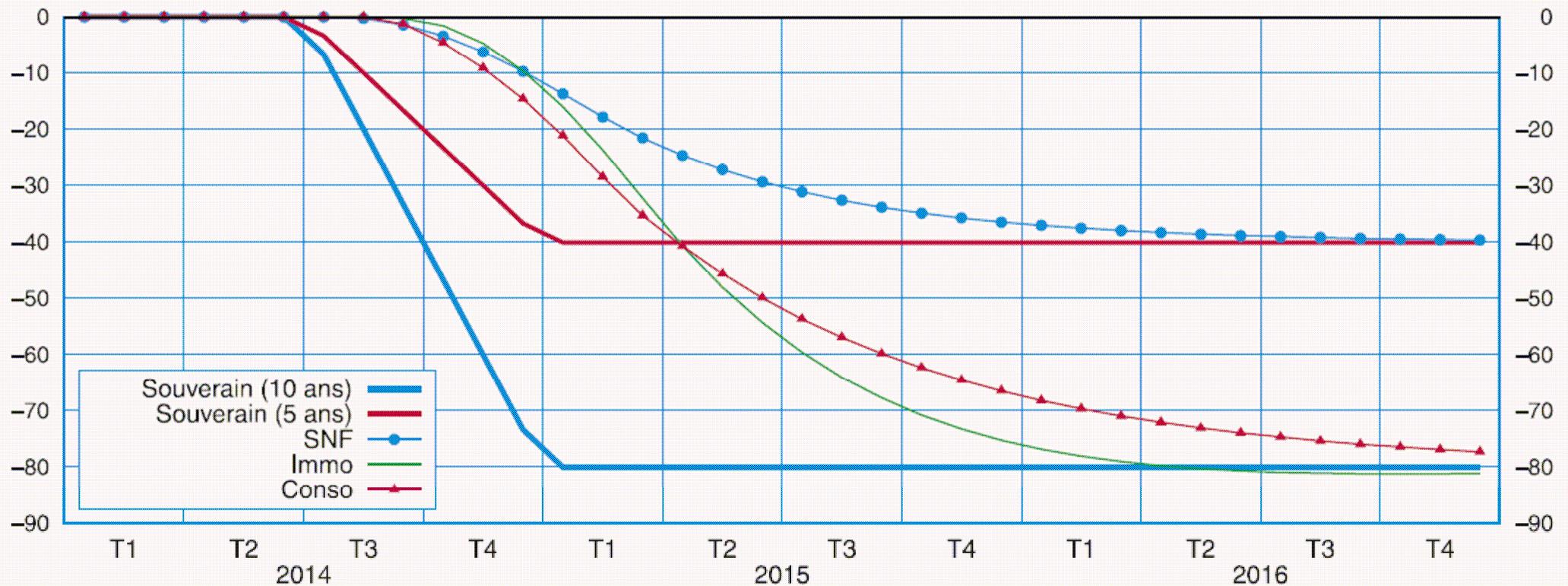
Cette baisse se propage aux différents taux privés.



Canal du taux d'intérêt

La dynamique de transmission du choc sur les taux souverains aux taux privés est variable selon les marchés (crédit aux sociétés non financières, crédit immobilier ou crédit à la consommation).

2 - Effet sur les taux privés du choc sur les taux souverains



Sources : Banque de France, Insee



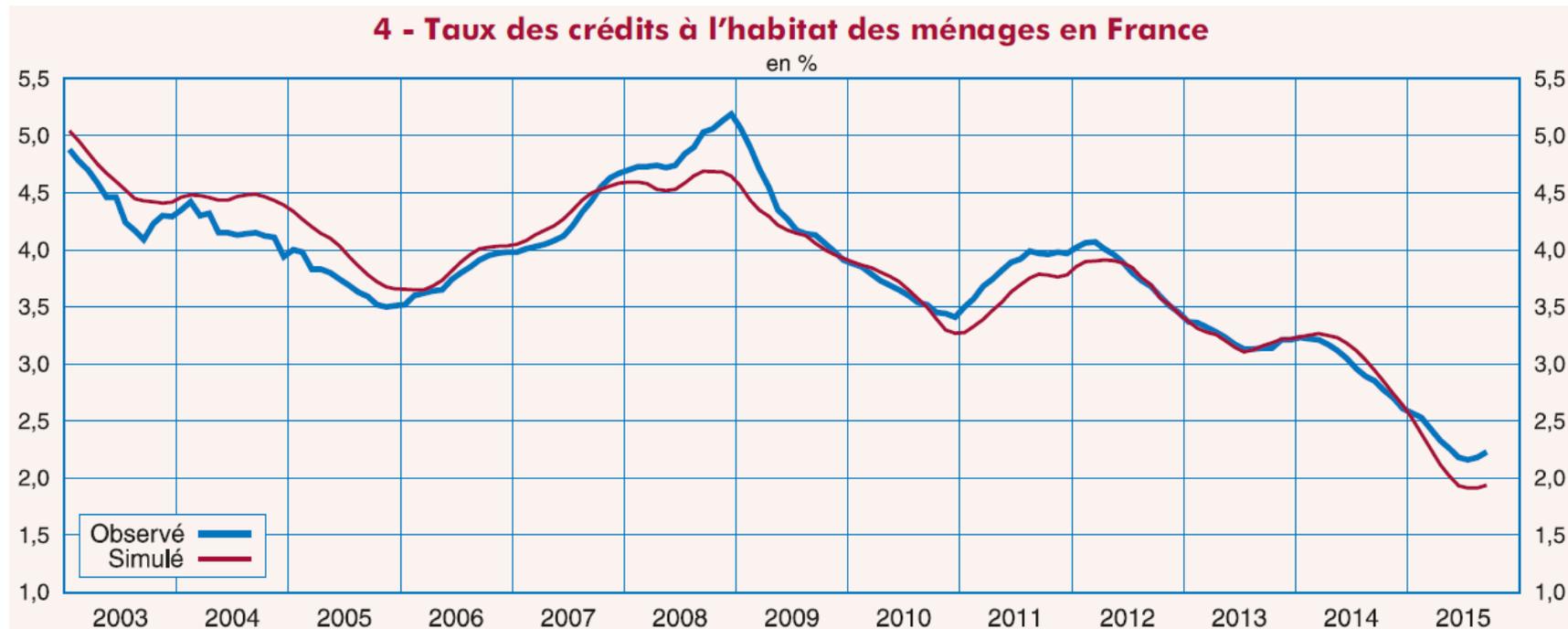
Canal du taux d'intérêt

Par exemple, le taux des crédits immobiliers est modélisé par un modèle à correction d'erreur (ECM).

$$\Delta tx_immo_t = 0,01 - 0,05(tx_immo_{t-1} - fr10ans_{t-1}) + 0,20 \Delta tx_immo_{t-1} + 0,39 \Delta tx_immo_{t-2} + 0,05 \Delta fr10ans_{t-2} + 0,09 \Delta fr10ans_{t-3} + 0,03 \times 1_{t \geq \text{juin}2011}$$

(2,0) (-3,2) (2,6) (5,1) (2,1) (3,8) (2,1)

Avec *fr10ans* le taux souverain français à 10 ans.



Sources : Banque de France, Insee



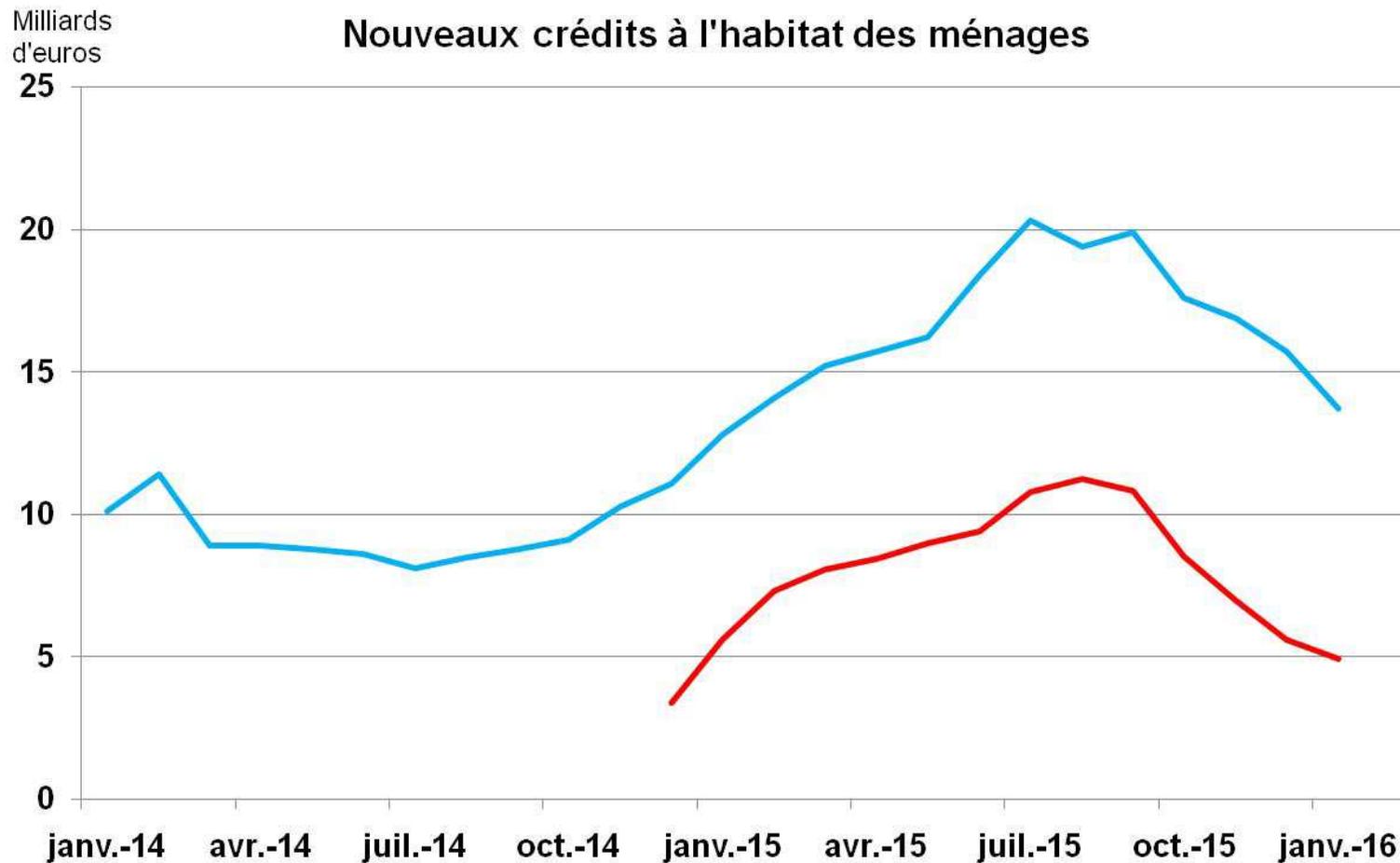
Canal du taux d'intérêt

- ✓ La baisse des taux immobiliers stimule la demande de crédit de la part des ménages. Le « gain » des ménages peut soit être consommé soit permettre un investissement plus important (marge intensive). En particulier, cette baisse peut rendre des ménages solvables (marge extensive).
- ✓ La consommation est aussi stimulée par la dynamique de demande de crédit à la consommation.
- ✓ La baisse des taux favorise également le financement des SNF (renforcé par la baisse de la prime de terme). Ce financement peut être bancaire ou obligataire.
- ✓ Les administrations publiques (APU) bénéficient aussi de meilleures conditions de financement.



Canal du taux d'intérêt

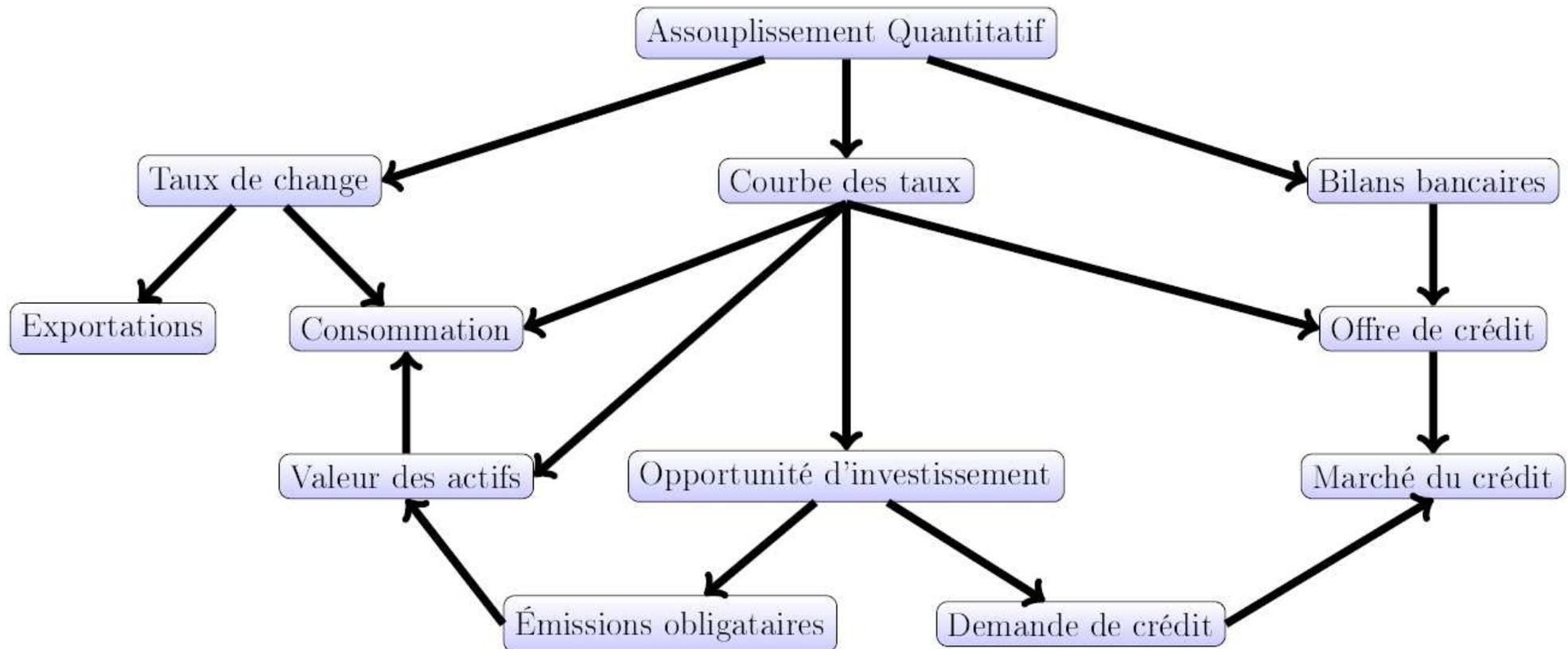
La baisse des taux d'intérêt privés peut aussi jouer sur le stock de crédit via les mécanismes de renégociations ou de rachat.



Source : Banque de France

— Total mensuel — dont renégociations

Bilan : les trois canaux du QE



Qui perd? Qui gagne ?

- ✓ Les ménages emprunteurs sont gagnants via les gains sur les prêts à la consommation et les prêts immobiliers.
- ✓ Les ménages épargnants sont perdants via les pertes liées aux assurances-vies.
- ✓ Sur les trois ans, les effets se compensent.
- ✓ La propension marginale à consommer des ménages financièrement contraints est supérieure à celle des ménages non contraints : l'effet du QE stimulerait donc la consommation.

Tableau 3 - Gains et pertes dus au QE par secteur institutionnel (milliards d'euros)

	2014	2015	2016
Ménages	-0,3	-0,3	0,6
dont prêts immobiliers	0,0	1,0	2,9
dont prêts à la consommation	0,0	0,4	0,8
dont assurance-vie	-0,3	-1,7	-3,1

Qui perd? Qui gagne ?

- ✓ Les administrations publiques (APU) réalisent la plus importante économie
 - ✓ 0,1 point de PIB en 2015
 - ✓ 0,2 point en 2016.

Tableau 3 - Gains et pertes dus au QE par secteur institutionnel (milliards d'euros)

	2014	2015	2016
APU	0,2	2,3	4,5
dont titres de court terme	0,1	0,4	0,4
dont titres de long terme	0,1	1,6	3,5
dont crédit	0,0	0,3	0,6

Qui perd? Qui gagne ?

- ✓ Les sociétés non financières (SNF) bénéficient aussi d'un financement moins onéreux.
 - ✓ Ce qui contribue au redressement du taux d'épargne des SNF
- ✓ Le reste du monde est perdant.

Tableau 3 - Gains et pertes dus au QE par secteur institutionnel (milliards d'euros)

	2014	2015	2016
SNF	0,1	1,0	1,6
dont crédit de court terme	0,0	0,1	0,1
dont crédit de long terme	0,0	0,0	0,1
dont titres de créance de court terme	0,1	0,4	0,4
dont titres de créance de long terme	0,1	0,6	1,0
Reste du monde hors flux interbancaire	-0,1	-1,1	-1,7
dont créances sur APU	-0,1	-1,5	-3,0
dont créances sur SNF	-0,1	-0,8	-1,2
dont créances des résidents sur la zone euro	0,1	1,3	2,5

Qui perd? Qui gagne ?

Tableau 3 - Gains et pertes dus au QE par secteur institutionnel (milliards d'euros)

✓ Les secteurs gagnants sont les agents emprunteurs : ménages emprunteurs, SNF et APU.

✓ Les secteurs perdants sont les agents prêteurs : reste du monde, ménages prêteurs.

✓ Le cas des sociétés financières est ambigu.

✓ Le reste du monde hors zone euro est perdant.

	2014	2015	2016
Ménages	-0,3	-0,3	0,6
dont prêts immobiliers	0,0	1,0	2,9
dont prêts à la consommation	0,0	0,4	0,8
dont assurance-vie	-0,3	-1,7	-3,1
SNF	0,1	1,0	1,6
dont crédit de court terme	0,0	0,1	0,1
dont crédit de long terme	0,0	0,0	0,1
dont titres de créance de court terme	0,1	0,4	0,4
dont titres de créance de long terme	0,1	0,6	1,0
APU	0,2	2,3	4,5
dont titres de court terme	0,1	0,4	0,4
dont titres de long terme	0,1	1,6	3,5
dont crédit	0,0	0,3	0,6
Reste du monde hors flux interbancaire	-0,1	-1,1	-1,7
dont créances sur APU	-0,1	-1,5	-3,0
dont créances sur SNF	-0,1	-0,8	-1,2
dont créances des résidents sur la zone euro	0,1	1,3	2,5

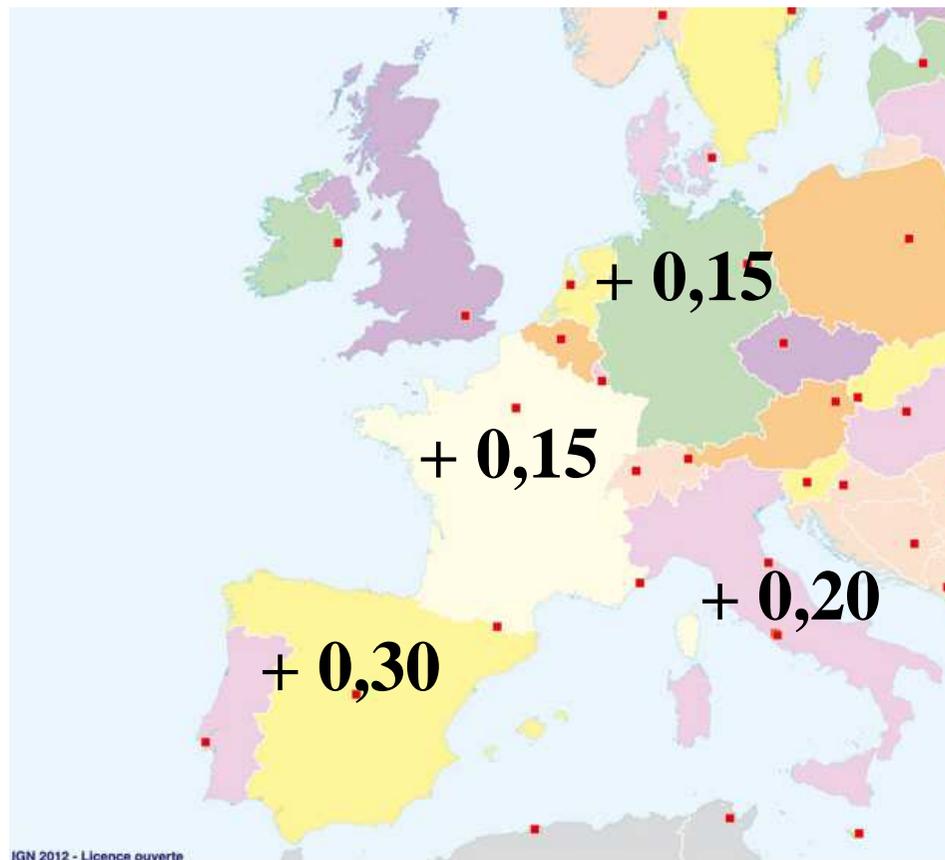
Note : sous l'hypothèse que les positions entre les institutions financières résidentes et non-résidentes sont équilibrées (c'est-à-dire que les pertes des institutions financières résidentes sur les créances des institutions financières de la zone euro sont exactement compensées par les gains sur leurs propres créances), le solde représente les gains et les pertes des institutions financières résidentes (banques commerciales, assureurs, Banque de France...)

Source : Insee



Bouclage sur la zone euro

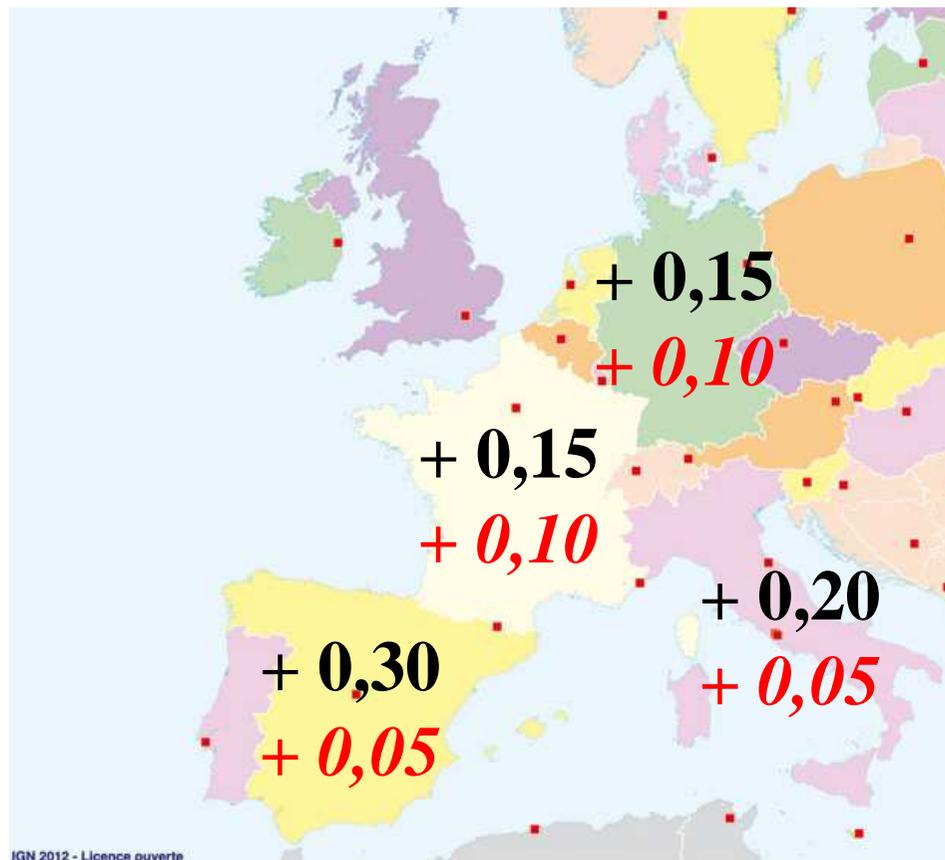
- ✓ Les effets de stimulation de la consommation et de l'investissement s'appliquent à l'ensemble des pays de la zone euro.
- ✓ En France, la contribution à la croissance est de +0,15 point, contre +0,30 point en Espagne.



Légende
+ 0,15 : effet direct

Bouclage sur la zone euro

- ✓ Cette stimulation initiale est renforcée par les effets d'entraînement réciproques.
- ✓ L'effet direct est plus fort dans les pays du Sud mais ceux-ci bénéficient moins des effets commerciaux. Ainsi, la France gagne 0,10 point de PIB contre 0,05 point pour l'Espagne.



Légende

+ **0,15** : effet direct

+ **0,10** : effet indirect

Bouclage sur la zone euro

- ✓ Les effets de stimulation de la consommation et de l'investissement s'appliquent à l'ensemble des pays de la zone euro.
- ✓ Cette stimulation initiale est renforcée par les effets d'entraînement réciproques fondés sur les liens commerciaux.

Tableau 2 - Effet de la baisse des taux courts et longs sur le taux de croissance de l'activité

						en points
2015	France	Allemagne	Espagne	Italie	Zone euro	
Produit intérieur brut	0,25	0,25	0,35	0,25	0,25	
<i>effet direct domestique</i>	0,15	0,15	0,30	0,20	0,20	
<i>effet indirect extérieur</i>	0,10	0,10	0,05	0,05	0,10	

Note : arrondi à 0,05 point près. En raison des arrondis, un agrégat peut ne pas apparaître exactement égal au total des composantes.

Sources : NiGEM, calculs des auteurs

Bilan du premier QE

Le QE a influencé l'économie réelle via trois canaux :

- le **taux de change (effet immédiat)** : dépréciation de l'euro ($\approx 20\%$) ;
- le **bilan bancaire (effet à venir ?)** : augmentation de la capacité de crédit ;
- la **courbe des taux (effet progressif)** : baisse de la prime de terme ($\approx 80\text{pb}$ à 10 ans) stimulant la consommation et l'investissement.

Les **APU**, les **ménages emprunteurs** et les **SNF** sont les premiers bénéficiaires de cette politique pour environ 15 milliards d'euros cumulés sur 2014-2016.

Les **ménages épargnants** perdraient environ 5,1 milliards sur la même période.

Les effets nationaux se renforcent au niveau de la zone euro. Pour la France, **l'effet domestique sur la croissance de +0,15 point monte à +0,25 point avec la prise en compte des partenaires européens.**

Perspectives

Au-delà des éléments présentés dans le dossier, trois axes d'améliorations sont envisagés :

1. Intégrer les extensions du QE en conservant la même modélisation.
2. Modéliser l'évolution des encours de crédit et d'émission en fonction des taux.
3. Perfectionner la modélisation de la déformation de la courbe des taux par la politique monétaire.

Merci de votre attention !

