

1. [Accueil](#)
2. Entity Print

Document de travail  
[Eurosystem](#)

# L'impact du quantitatif easing de la BCE sur la position extérieure française

23 Novembre 2018

Auteurs : [Rafaël Cezar](#), Maéva Silvestrini

**Document de travail n°701.** Ce papier vise à estimer l'impact des récents programmes d'achat d'actifs – communément appelés Quantitative Easing (QE) – mis en place par la BCE sur les avoirs et engagements d'une économie vis-à-vis du reste du monde enregistrés dans la position extérieure (PE). Notre analyse porte sur le cas de la France. Nous commençons par décrire l'évolution récente des quatre principaux éléments constitutifs de la PE ; à savoir les investissements de portefeuille, autres investissements, dérivés ainsi que les investissements directs. Nous observons des variations importantes, bien que temporaires, de ces éléments autour des programmes de QE. Cette analyse est complétée par une approche économétrique dans laquelle nous considérons comme variables de QE les annonces des programmes et leur mise en œuvre réelle. Ces mesures affectent toutes les lignes de la PE française. Les annonces des programmes, notamment celle de janvier 2015, jouent un rôle plus important que les montants achetés. Nous décomposons également les variations de la PE en effets flux et valorisation et montrons que ce dernier est le plus réactif aux mesures de QE. Enfin, nous établissons des scénarios de contrefactuels pour déterminer ce qu'aurait été la PE française en l'absence du QE. L'impact important observé après l'annonce de janvier 2015 est rapidement contrebalancé, ce qui suggère un phénomène de sur-ajustement au début du programme. L'analyse permet d'estimer le résultat de la politique sur la PE nette et donc sur le transfert international de richesse. Conformément aux résultats précédents, nous observons un impact robuste au début du programme, qui est ensuite partiellement compensé.

[wp701\\_0.jpg](#)

Dans cet article nous estimons l'impact de l'assouplissement quantitatif (QE) conduit par la Banque centrale européenne (BCE) depuis fin 2014 sur les actifs et passifs extérieurs de la France enregistrés dans sa position extérieure (PE). La PE est un indicateur de la dette extérieure nette d'une économie vis-à-vis du reste du monde et reflète donc sa santé financière. En outre, les variations nettes de la position extérieure peuvent être analysées en termes de transferts de richesse (Gourinchas et Rey 2012). Alors qu'une littérature abondante a émergé sur l'impact des programmes de QE sur des variables macro-financières comme les taux d'intérêt, les prix ou les taux de change ; à notre connaissance, la question cruciale de savoir dans quelle mesure ces mesures pourraient affecter la PE de chaque économie a jusqu'ici été ignorée. Notre papier contribue à combler cette lacune.

Nous menons tout d'abord une analyse descriptive pour établir l'évolution des quatre principaux postes de la PE -Investissements de portefeuille, Autres investissements, Produits dérivés et Investissements directs. Nous sommes particulièrement intéressés par un potentiel point d'inflexion sur le premier trimestre de 2015 au

cours duquel le programme étendu d'achat d'actifs (EAPP), considéré comme le plus important en termes d'amplitude et d'étendue, a été annoncé et officiellement lancé. Nous observons d'importants mouvements sur les différentes lignes de la position - en particulier sur les investissements de portefeuille et les autres investissements - au cours de ce trimestre spécifique. L'effet est temporaire puisque des mouvements en sens inverse sont observables au cours des trimestres suivants. Pour mieux comprendre les mécanismes en jeu, nous décomposons les variations de la position en flux (effet de composition) et en mouvements de prix sur les marchés des changes et des titres (effet de valorisation). Les effets des taux de change et des prix semblent plus sensibles à la politique monétaire, avec des valeurs très volatiles autour du premier trimestre de 2015.

Pour confirmer et étendre ces résultats, nous testons économétriquement la relation. Nous distinguons au sein de nos variables de QE les principales annonces des programmes d'achats de leur mise en œuvre effective. Les mesures d'assouplissement quantitatif ont un impact significatif sur tous les éléments de la PE française, avec un impact prédominant sur les investissements de portefeuille. Si les annonces et la mise en œuvre effective des programmes semblent toutes deux importer, les premières ont un impact plus important. En particulier, l'annonce de janvier 2015 a des effets substantiels et robustes sur les différentes lignes de la position. Par exemple, cette seule annonce a augmenté les avoirs des investissements de portefeuille d'environ 257 milliards d'euros, alors que le montant total acheté a eu un impact d'à peine 120 milliards d'euros sur ce poste pendant toute la période analysée. Nous effectuons également des régressions distinctes sur les trois éléments qui déterminent les variations des composantes de la position extérieure - flux, effet de valorisation prix et taux de change. Tous réagissent à au moins une des mesures de QE. L'effet de valorisation prix semble néanmoins la plus sensible pour les investissements de portefeuille et les produits dérivés, alors que les effets se transmettent davantage par les flux pour le poste des autres investissements.

Nous construisons enfin des scénarii de contrefactuels pour estimer ce qu'aurait été la PE française en l'absence d'assouplissement quantitatif. Cet exercice permet de mesurer l'impact global du programme d'achat et son évolution dans le temps. Nous démontrons que le fort impact observé au premier trimestre 2015 est rapidement compensé pour toutes les lignes de la position à l'exception de celle des autres investissements, ce qui pourrait indiquer un phénomène de sur-ajustement au début du programme. Cette approche permet également d'estimer le résultat sur la PE nette et donc sur le transfert international de richesse. Conformément à nos constatations précédentes, nous observons un impact robuste au début de la période, qui est ensuite partiellement compensé. En prenant en considération l'ensemble de la période, le programme se traduit par un faible transfert négatif de la France vers le reste du monde.

## **Télécharger l'intégralité de la publication**

[Document de travail n°701. L'impact du quantitatif easing de la BCE su... \(PDF - 2 Mo\)](#)