



Incertitude sur la politique économique et anticipations d'inflation

Klodiana ISTREFI

Banque de France

Anamaria PILOIU

Deutsche Bank Research

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.

Ce Rue de la Banque analyse la relation dynamique entre l'incertitude relative à la politique économique et les anticipations d'inflation, aux États-Unis et dans la zone euro, de 1999 à 2012. Selon nos résultats, en réponse à un accroissement de l'incertitude sur la politique économique, l'activité économique se contracte et les anticipations d'inflation à court terme baissent. En outre, au cours de cette période, l'incertitude sur la politique économique a fait peser des risques sur l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme.

Il est largement admis que l'incertitude sur la politique économique a été exceptionnellement élevée ces dernières années. Les mesures prises en réponse à la crise récente ont considérablement accru l'incertitude relative aux politiques fiscales, de dépenses, réglementaires et monétaires. Plus précisément, certaines de ces incertitudes étaient liées au calendrier ou à l'ampleur des sauvetages financiers, à l'adoption de mesures non conventionnelles de politique monétaire, aux dépenses publiques et au risque de défauts sur la dette souveraine. De nombreuses études montrent qu'une forte incertitude liée à la conduite de la politique économique est préoccupante car elle incite les ménages et les entreprises à différer les dépenses, les investissements et les recrutements. Par conséquent, son effet sur l'économie est négatif.

Par ailleurs, l'efficacité de la politique monétaire dépend dans une large mesure de la manière dont elle influence les anticipations des agents du secteur privé. Il est donc important d'évaluer comment l'incertitude sur la politique économique se répercute sur ces anticipations. Dans ce *Rue de la Banque*, nous analysons la relation dynamique entre l'incertitude sur la politique économique et les anticipations d'inflation des prévisionnistes professionnels pour les États-Unis et la zone euro sur la période 1999-2012. Nous constatons qu'un accroissement temporaire de cette incertitude a les

effets suivants. Premièrement, l'activité économique et les anticipations d'inflation à court terme diminuent. Deuxièmement, les anticipations d'inflation à long terme augmentent. Pour les chocs d'incertitude du niveau observé durant la crise récente, la hausse de ces anticipations est de l'ordre de 10 points de base. L'ampleur de cette réponse n'est pas négligeable compte tenu de la faible variation des anticipations d'inflation à long terme au cours de la période sous revue (avec des écarts-types de respectivement 7 et 8 points de base environ pour les États-Unis et la zone euro).

D'après notre analyse, l'incertitude sur la politique économique peut exercer des effets opposés sur la structure par échéances des anticipations d'inflation. En réponse à des chocs d'incertitude, les anticipations d'inflation à horizon d'un an diminuent, tandis que celles relatives à horizon de cinq à dix ans augmentent. Cela suggère des effets contradictoires et ambigus sur l'inflation effective, selon que le canal le plus important est celui de la faiblesse de l'économie ou celui de la perte d'ancrage. Pour la période étudiée, ce dernier canal se révèle faible et éphémère.

Nous observons également que la banque centrale abaisse son taux d'intérêt en réponse à un accroissement temporaire de l'incertitude, en vue de compenser l'effet négatif de ce choc sur l'économie. Cependant, elle se

préoccupe également de maintenir les anticipations d'inflation à long terme bien ancrées (à un niveau compatible avec sa cible d'inflation) en réponse à des chocs économiques temporaires. La banque centrale peut ainsi être confrontée à un arbitrage entre la stabilisation des anticipations d'inflation à court terme et celles à long terme. Ce résultat suggère qu'en stabilisant l'économie, la banque centrale payerait le prix d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation à long terme.

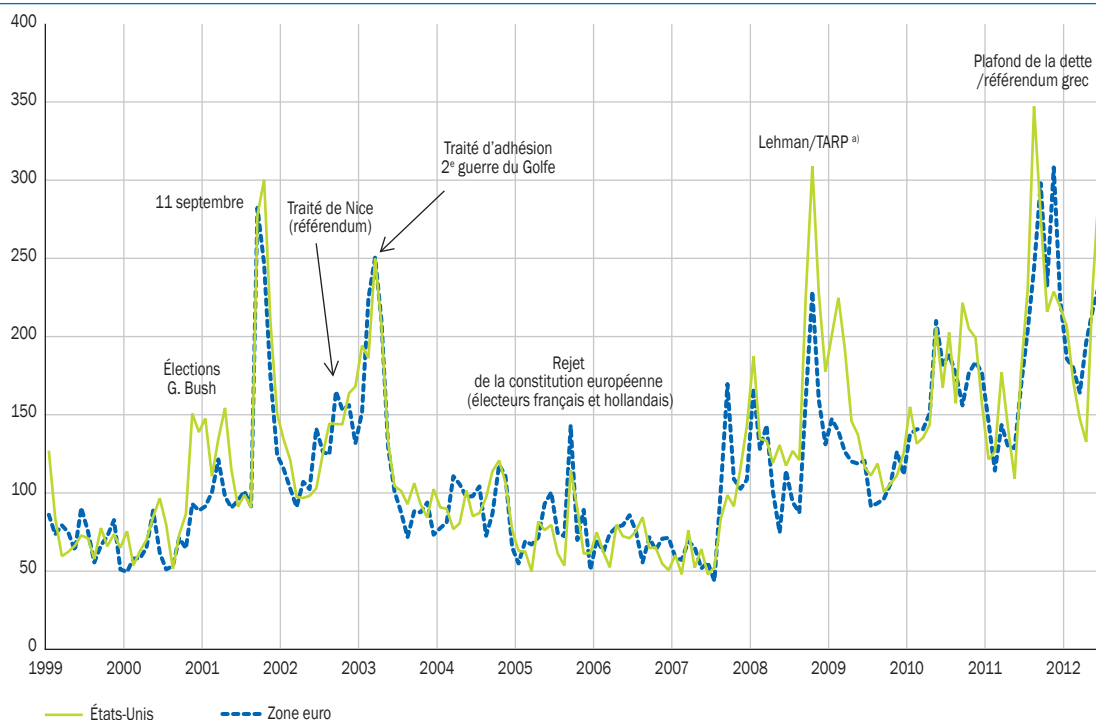
Comment mesurons-nous l'incertitude relative à la politique économique ?

L'incertitude étant difficile à quantifier, les chercheurs recourent à des approximations. Dans nos travaux, nous utilisons l'indice d'incertitude de la politique économique (*Economic Policy Uncertainty – EPU*) proposé par Baker, Bloom et Davis (2016) et fondé sur les informations publiées dans la presse. L'indice EPU est construit pour plusieurs pays développés et repose sur la couverture par la presse de l'incertitude liée à la conduite de la politique économique. Cette mesure rend compte de l'incertitude relative aux actions des autorités et de l'incertitude relative aux effets économiques des actions actuelles et futures, ou de l'absence d'action. Il peut s'agir d'une

incertitude liée aux politiques budgétaires, monétaires ou à d'autres politiques réglementaires (l'EPU global). Baker, Bloom et Davis (2016) fournissent également des mesures spécifiques de l'EPU respectivement pour les politiques monétaires et budgétaires. Par exemple, l'indice de l'incertitude relative à la politique monétaire correspond au nombre d'articles faisant référence à l'incertitude et à la politique monétaire. Dans notre étude, nous utilisons trois mesures : un indice EPU global, un indice EPU monétaire et un indice EPU budgétaire.

Le graphique 1 montre que des niveaux élevés d'incertitude liée à la conduite de la politique économique sont observés en particulier autour d'événements dont les conséquences sont imprévisibles. Pour la zone euro et les États-Unis, nous pouvons observer des pics communs correspondant au 11 septembre 2001, à la deuxième guerre du Golfe en 2003, à la faillite de Lehman Brothers en 2008 et à l'intensification de la crise de la dette européenne en 2012. Des pics spécifiques à la zone euro apparaissent autour des événements liés aux référendums sur le Traité de Nice en 2001 et sur la constitution européenne en 2005, au sauvetage de la Grèce en 2010, aux baisses de notations en 2011 et à la demande de référendum du Premier ministre grec en 2011.

G1 Composante fondée sur les articles de presse de l'indice EPU global pour les États-Unis et la zone euro



a) Troubled Asset Relief Program, ou plan Paulson.

Source : Baker, Bloom et Davis (2016) et <http://www.policyuncertainty.com>

Comment mesurons-nous les anticipations d'inflation ?

Dans notre étude, nous mettons l'accent sur les mesures des anticipations d'inflation tirées d'enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels (à savoir des banques, des universités, des entreprises financières, des cabinets de conseil et des prévisionnistes économiques travaillant pour de grandes entreprises). Les participants sont interrogés sur leurs anticipations relatives aux évolutions futures de l'inflation à des horizons compris entre un trimestre et dix ans. Nous utilisons les anticipations provenant de trois sources, le Consensus économique (CE) et les deux enquêtes respectivement menées par la banque de la Réserve fédérale de Philadelphie et par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP). Ces anticipations font partie des indicateurs suivis régulièrement par les deux banques centrales (parallèlement à d'autres mesures des anticipations d'inflation).

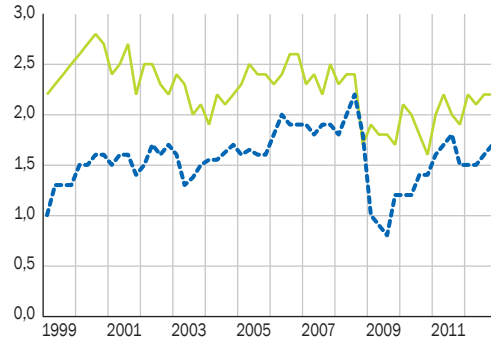
Les anticipations d'inflation sont mesurées à différents horizons. Généralement, les anticipations à un horizon inférieur ou égal à deux ans sont considérées comme des anticipations à court terme et celles à un horizon supérieur ou égal à cinq ans comme des anticipations à long terme. Les anticipations à court terme sont vulnérables aux chocs temporaires et sont plus volatiles que les anticipations à long terme. Dans la mesure où celles à long terme peuvent profondément influencer le comportement économique actuel, les autorités monétaires les suivent avec attention en vue de fournir un point d'ancrage nominal pour l'économie. Des anticipations d'inflation à long terme solidement ancrées contribuent au bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Elles constituent également un indicateur de référence en matière de crédibilité de la banque centrale et de réussite de sa politique monétaire.

Le graphique 2 montre que dans la zone euro les anticipations d'inflation à long terme sont généralement inférieures à celles des États-Unis et évoluent dans une fourchette étroite de valeurs. Cependant, elles sont légèrement plus volatiles depuis la faillite de Lehman. Plusieurs analyses montrent que durant la crise, les anticipations d'inflation à long terme sont devenues moins fermement ancrées, ce phénomène étant plus prononcé au Royaume-Uni et aux États-Unis que dans la zone euro (cf. Galati, Poellhekke et Zhou, 2011).

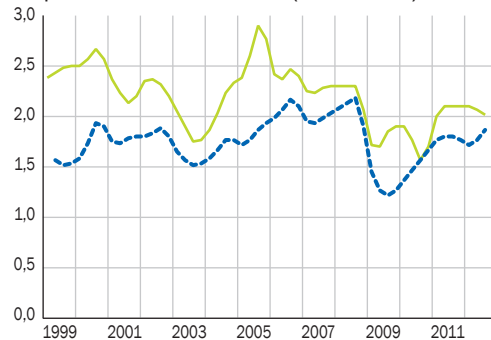
G2 Évolutions récentes des anticipations d'inflation à court et à long terme

(en %)

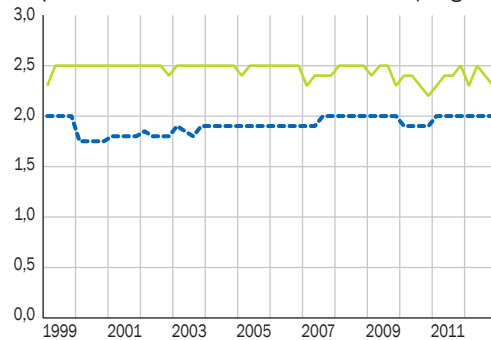
a) Anticipations d'inflation médianes des EPP (court terme)



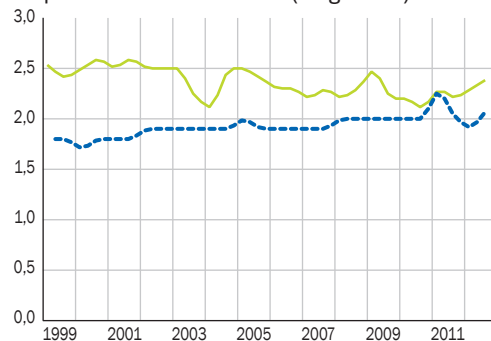
b) Anticipations d'inflation du CE (court terme)



c) Anticipations d'inflation médianes des EPP (long terme)



d) Anticipations d'inflation du CE (long terme)



— États-Unis - - - Zone euro

Sources : Consensus économique, Banque centrale européenne et banque de la Réserve fédérale de Philadelphie.

L'incertitude sur la politique économique affecte-t-elle les anticipations d'inflation ?

Pour répondre à cette question, nous utilisons des modèles statistiques développés par Christopher Sims, lauréat du prix Nobel d'économie en 2011. Ces modèles sont largement utilisés pour rendre compte des interdépendances entre de nombreuses variables économiques. Comme il est d'usage pour ces modèles, nous devons faire certaines hypothèses relatives à la structure causale des données étudiées. Selon notre hypothèse, les variations temporaires de la variable d'incertitude sur la politique économique peuvent avoir un effet immédiat sur les autres variables économiques du modèle, mais le contraire n'est pas vrai. Cette hypothèse est effectivement cohérente avec le calendrier des

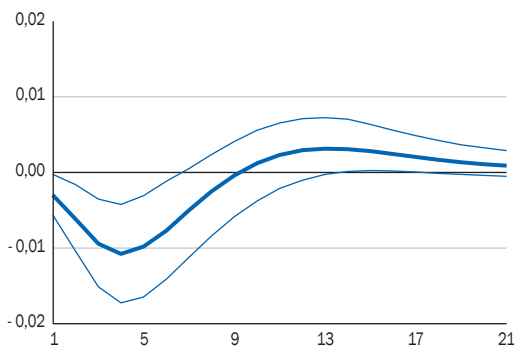
enquêtes et celui de publication des statistiques relatives à l'activité économique.

Les données de notre modèle sont organisées de telle sorte que l'incertitude sur la politique économique est observée avant que les prévisionnistes ne publient leurs anticipations et avant que les statistiques relatives à l'activité économique de la même période ne soient publiées. Cela nous permet d'étudier l'effet des innovations ou des chocs sur l'incertitude liée à la conduite de la politique économique sur les variables d'intérêt. Nous résumons cet impact avec des fonctions de réponse impulsionnelles (ci après réponses) présentées dans le graphique 3. Elles retracent l'effet d'un choc d'une période affectant l'incertitude relative à la politique économique sur les valeurs actuelles et futures des variables d'intérêt, à différents horizons temporels.

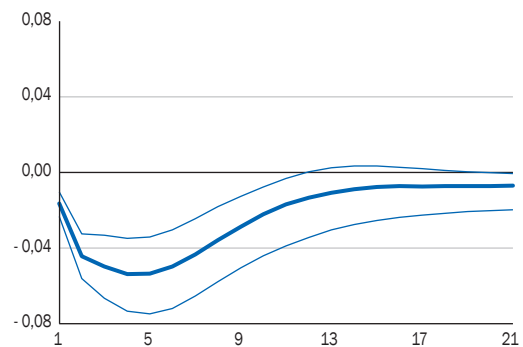
G3 Réponses à un choc d'incertitude relatif à la politique monétaire (MPU)

(axe des abscisses : horizon en trimestres ; axe des ordonnées : en pourcentage et points de pourcentage)

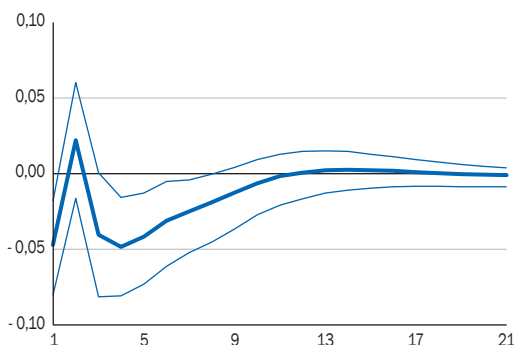
a) Production industrielle



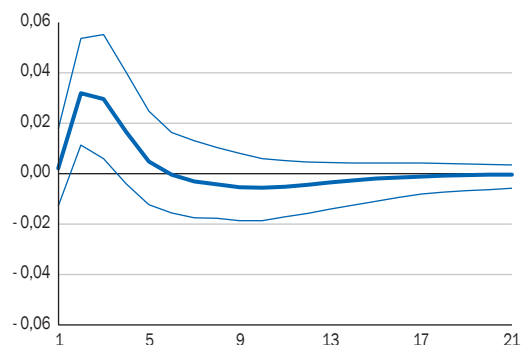
b) Taux d'intérêt



c) Anticipations d'inflation à court terme



d) Anticipations d'inflation à long terme



— Intervalle de confiance à 68 % — Réponse impulsionnelle médiane du panel-BVAR(2) pour les États-Unis et la zone euro

Notes : Les BVAR comportent une constante et une variable exogène, le logarithme des prix du pétrole brut. L'incertitude sur la politique économique et la production industrielle est exprimée en logarithmes. Les AI à long terme et les AI à court terme représentent les anticipations d'inflation aux horizons de cinq ans et un an, en pourcentage. En statistiques, l'autorégression vectorielle bayésienne (BVAR) utilise les méthodes bayésiennes pour estimer une autorégression vectorielle. À cet égard, la différence avec les modèles VAR standard tient au fait que les paramètres du modèle sont traités comme des variables aléatoires, avant que des probabilités leur aient été affectées.

Source des anticipations d'inflation : Consensus économique et calculs des auteurs.

Nous utilisons des données relatives aux États-Unis et à la zone euro couvrant la période comprise entre le premier trimestre 1999 et le troisième trimestre 2012. Nous prenons en compte une mesure de l'activité économique (production industrielle) et une mesure de la politique monétaire (taux d'intérêt). Les anticipations d'inflation à court terme correspondent à l'inflation attendue à horizon d'un an et celles à long terme correspondent à l'inflation attendue à horizon de cinq ans. Dans le seul cas de l'EPP réalisée par la banque de la Réserve fédérale de Philadelphie, les anticipations d'inflation à long terme correspondent à un horizon de dix ans.

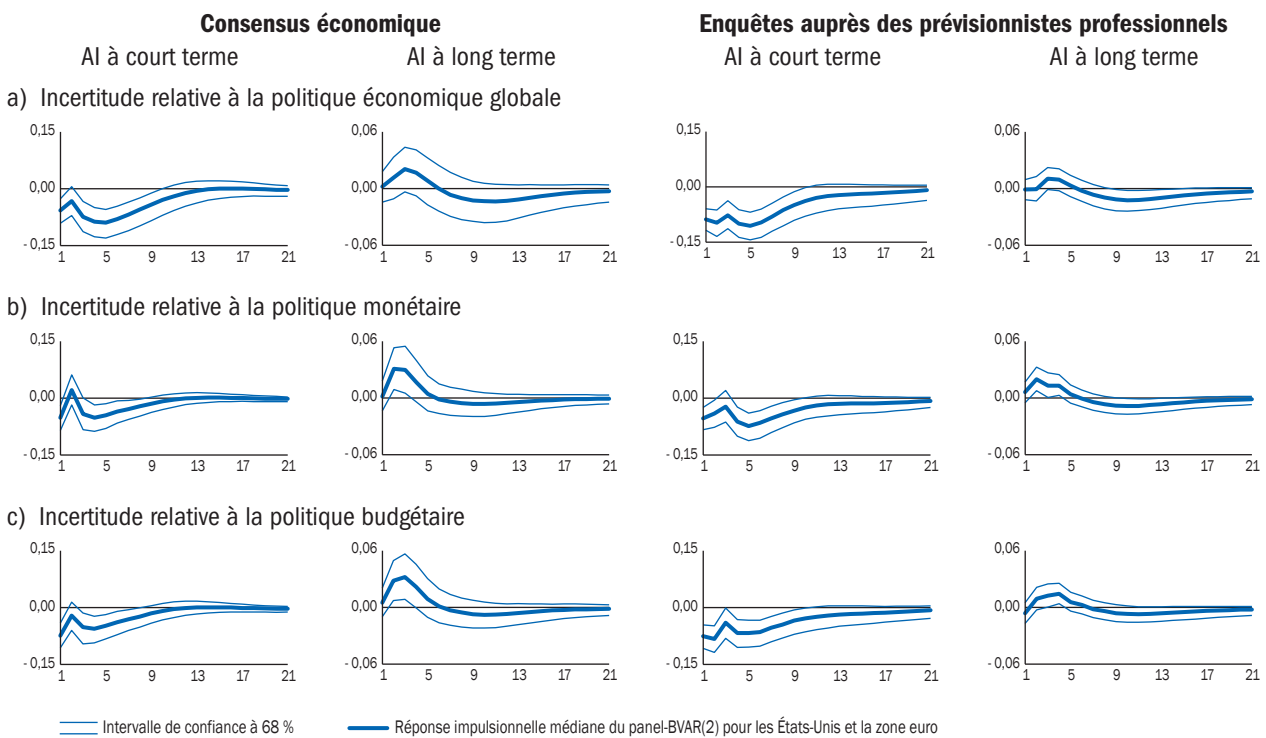
Le graphique 3 présente les réponses de nos variables d'intérêt, notamment les anticipations d'inflation à court et long terme, à un choc d'une période affectant l'incertitude relative à la politique monétaire (*Monetary Policy Uncertainty* – MPU). En réaction à ce choc, nous observons une diminution de la production industrielle ainsi qu'une baisse des taux d'intérêt et des anticipations d'inflation à court terme, tandis que celles à long terme

enregistrent une augmentation. Ce dernier effet présente un pic vers le troisième trimestre, mais il est de courte durée.

Des profils similaires sont observés pour les réponses des anticipations d'inflation du CE et de l'EPP à différents chocs d'incertitude sur la politique économique (cf. graphique 4). Dans tous les volets de ce graphique, une innovation dans la mesure correspondante de l'incertitude sur la politique économique induit une augmentation de la réponse des anticipations d'inflation à long terme, enregistrant un pic après trois trimestres environ, quelle que soit la source. En outre, nous observons que la hausse des anticipations d'inflation à long terme est plus forte en cas de choc d'incertitude sur les politiques monétaires et budgétaires que s'il s'agit de l'incertitude sur la politique économique globale. Inversement, la réponse des anticipations d'inflation à court terme aux chocs d'incertitude sur la politique économique reste négative et présente par ailleurs des degrés de réactivité et de volatilité plus élevés que ceux des anticipations à long terme.

G4 Réponses des anticipations d'inflation (AI) à différents chocs d'incertitude sur la politique économique (EPU)

(axe des abscisses : horizon en trimestres ; axe des ordonnées : en points de pourcentage)



Notes : Les AI à long terme et les AI à court terme représentent les anticipations d'inflation aux horizons de cinq ans et un an, en pourcentage. Sources : Consensus économique, Banque centrale européenne et banque de la Réserve fédérale de Philadelphie.

S'agissant des autres variables, dans toutes les versions de notre modèle nous observons qu'un choc d'incertitude sur la politique économique est associé à une contraction de l'économie (la réponse médiane étant une réduction de 0,5 % de la croissance). Différents canaux par lesquels l'incertitude sur la politique économique affecte l'activité économique pourraient être à l'œuvre, comme le motif d'épargne de précaution ou l'attentisme. Par ailleurs, les banques centrales réagissent en abaissant fortement leurs taux d'intérêt compte tenu d'une hausse temporaire de tous les types de mesures de l'incertitude que nous étudions. Si nous intégrons la forte corrélation des anticipations d'inflation à court terme avec l'inflation effective (de l'ordre de 60 % à 70 % dans notre échantillon), cette réaction ressemble à la réponse d'une banque centrale qui suit une règle de Taylor classique : elle assouplit sa politique en réponse à une baisse de la production et des prix.

La baisse de la production et son inversion relativement rapide sont conformes aux conclusions antérieures de la littérature. L'ampleur de l'effet est également comparable. De plus, nous aboutissons à un nouveau résultat selon lequel les incertitudes liées à la politique monétaire sont tout autant préjudiciables à la croissance économique que celles liées à la politique budgétaire.

S'agissant des anticipations d'inflation à long terme, il est communément admis que, dans un environnement d'anticipations bien ancrées, elles ne devraient pas être affectées par des chocs économiques temporaires. Bien que nous nous trouvions globalement dans un tel contexte, nos résultats indiquent que les chocs d'incertitude sur la politique économique font peser des risques sur l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme. Par ailleurs, ces chocs affaiblissent l'économie et exercent une incidence négative sur les anticipations d'inflation à court terme, une situation actuellement observable aux États-Unis et dans la zone euro. De plus, nous montrons que cet effet ne résulte pas seulement de l'incertitude relative à la politique monétaire, mais aussi de celle relative à la politique budgétaire.

Globalement, même si l'engagement des banques centrales à maintenir une inflation stable et faible n'a pas varié, nos résultats suggèrent qu'au vu de la forte incertitude sur la politique économique les agents économiques semblent percevoir que la capacité des banques centrales à réaliser leurs objectifs sera mise à l'épreuve. Ce qui est probable compte tenu des mesures de politique monétaire inédites adoptées par les autorités en réponse à la crise récente et des problèmes relatifs aux importants déficits budgétaires effectifs et attendus.

L'EPP réalisée par la banque de la Réserve fédérale de Philadelphie en mai 2012 ¹ illustre ces inquiétudes. L'analyse de la Réserve fédérale est la suivante : « *Les huit panelistes (parmi trente-cinq) dont les projections à long terme dépassent l'objectif du FOMC (Comité fédéral de l'open market) ont donné plusieurs explications à leurs opinions. Certains pensaient que le FOMC serait trop lent pour durcir la politique monétaire en temps opportun. Ils s'inquiétaient de la pression politique à laquelle le FOMC serait confronté à l'approche d'un resserrement de la politique monétaire. D'autres craignaient que certains membres du FOMC n'aient un biais en faveur d'une inflation plus forte ou des préférences asymétriques pour une inflation supérieure ou inférieure à la cible qui les rendraient donc réticents à voter un durcissement de la politique monétaire en cas de futurs chocs d'offre défavorables. L'un des panélistes a mis en doute la crédibilité de la cible d'inflation du Comité et présenté l'expérience de l'inflation aux États-Unis dans les années soixante-dix comme un sujet d'inquiétude* ».

S'agissant de la situation actuelle, les États-Unis et la zone euro enregistrent des taux d'inflation faibles et les anticipations à long terme (antérieures) par les prévisionnistes professionnels d'une inflation plus forte ne semblent pas se concrétiser. Même si de nouvelles recherches comprenant la période d'échantillonnage récente sont justifiées, notre analyse suggère que l'incertitude relative à la politique économique fait peser un risque supplémentaire sur l'ancrage des anticipations d'inflation, et par conséquent sur la crédibilité de la banque centrale.

La crédibilité de l'engagement de la banque centrale aux yeux du public est particulièrement cruciale pour la réussite de la politique monétaire lorsque les taux d'intérêt se situent à la borne zéro. Toutefois, cette crédibilité est mise en doute en présence d'une incertitude relative aux détails de la mise en œuvre de la politique économique, à son efficacité et à la fermeté de l'engagement sur les politiques futures. L'incertitude relative à la politique économique peut être réduite en adoptant une communication claire sur les mesures que les responsables peuvent prendre et sur l'information dont ils disposent, en apportant des réponses rapides aux défis et en s'assurant de la cohérence sur le long terme de la politique menée.

¹ Source : EPP, deuxième trimestre 2012, département de la Recherche, banque de la Réserve fédérale de Philadelphie.

Bibliographie

Baker (S. R.), Bloom (N.) et Davis (S. J.) (2016)

« *Measuring Economic Policy Uncertainty* », *The Quarterly Journal of Economics*.

Galati (G.), Poelhekke (S.) et Zhou (C.) (2011)

« *Did the Crisis Affect Inflation Expectations?* », *International Journal of Central Banking* 7(1), pp. 167-207.

Istrefi (K.) et Piloïu (A.) (2014)

« Incertitude sur la politique économique et anticipations d'inflation », Banque de France, *Document de travail n° 511*. [Télécharger le document](#).

Éditeur

Banque de France

Directeur de la publication

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN

Directeur de la rédaction

Françoise DRUMETZ

Réalisation

Direction de la Communication

Novembre 2016

www.banque-france.fr