



EUROPEAN CENTRAL BANK

EUROSYSTEM

Benoît Cœuré

Membre du directoire de la Banque
centrale européenne

La politique monétaire dans la zone euro

Paris, le 12 mars 2015

Plan

- Situation économique dans la zone euro
- Réponse de la BCE
- Projections macroéconomiques : mise à jour de mars 2015

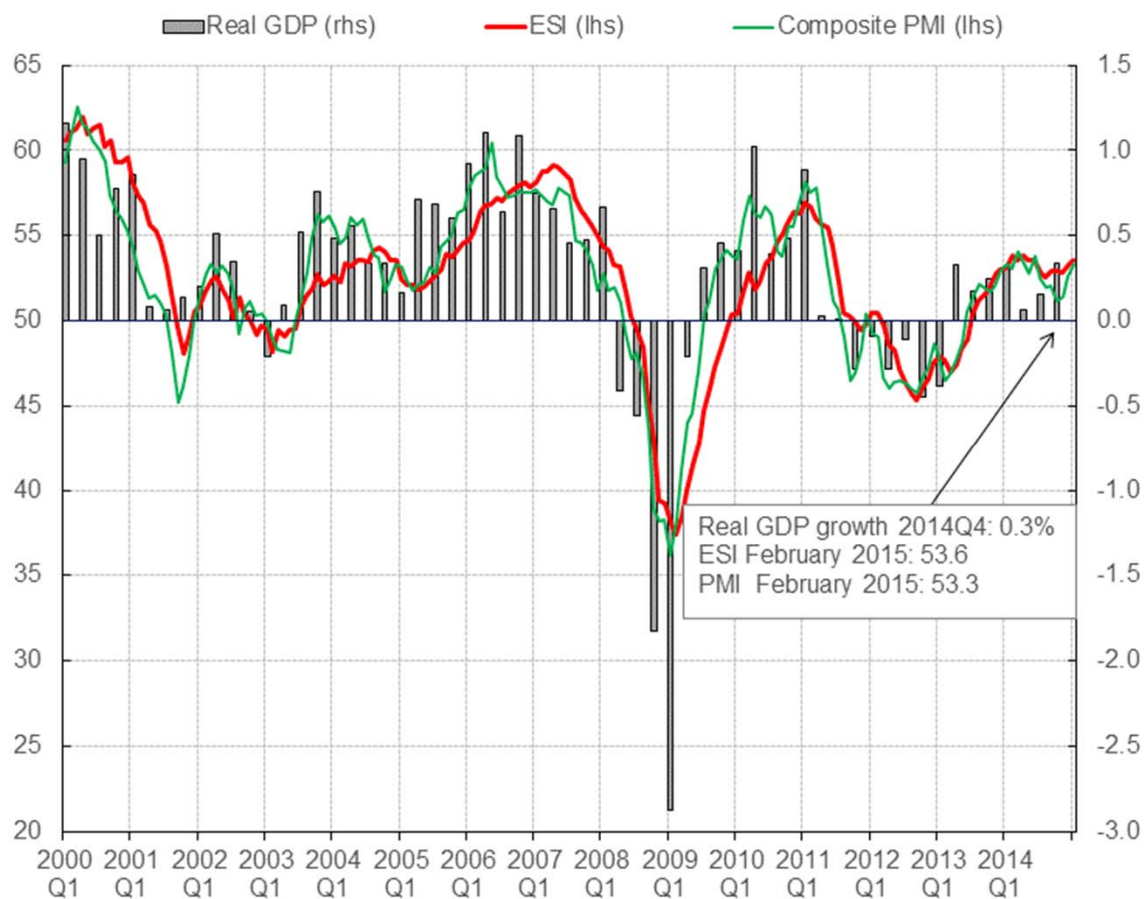
Points principaux

- **La croissance est de retour mais le risque d'une inflation durablement faible s'est accru sur l'année écoulée.**
- **Face à ces risques, la BCE a réagi avec vigueur et pris des mesures fortes d'assouplissement de la politique monétaire.**
- **Soutenus par ces mesures et par la reprise en cours, l'inflation devrait revenir graduellement vers 2% conformément à l'objectif premier de la politique monétaire.**

Des améliorations visibles de la situation économique ...

PIB de la zone euro, indices composites PMI et ESI

(taux de variation en %, indice de diffusion et and pourcentage)



Sources: Markit, DG-ECFIN et Eurostat.

Dernières observations: T4 2014 pour le PIB, février 2015 pour ESI et pour le PMI.

“L’estimation flash de l’Indice PMI Markit pour la zone euro signale la plus forte croissance économique de la région depuis 7 mois en février.”

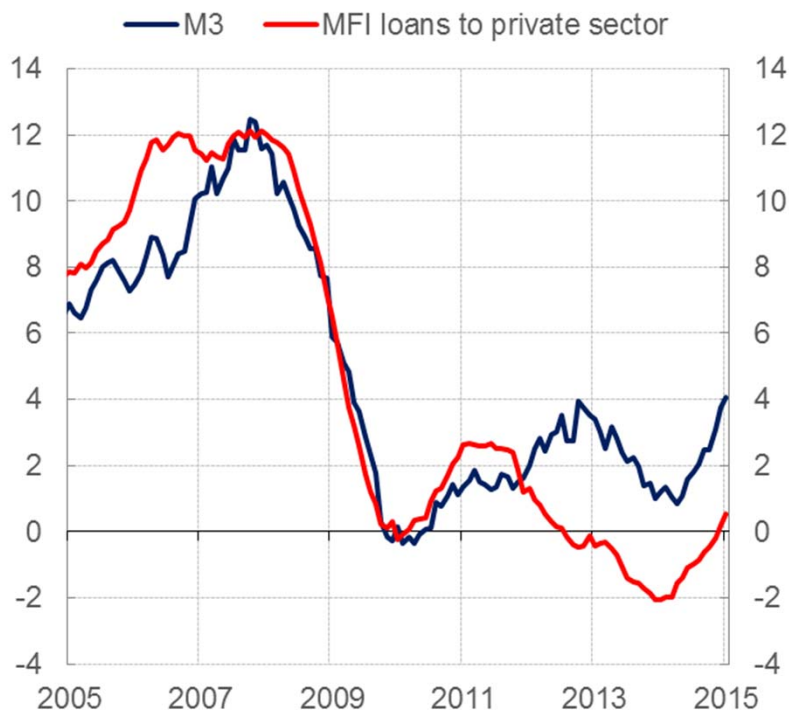
“Les enquêtes PMI de février dressent un tableau positif de la situation économique de la zone euro. Malgré la crise de la dette grecque, la croissance économique s’accélère et cette tendance devrait se poursuivre au cours des prochains mois. Si les résultats de mars ne se révèlent pas décevants, l’économie de la zone euro pourrait ainsi enregistrer une croissance d’au moins 0,3 % au premier trimestre.”

“La mise en place prochaine du «bazooka monétaire» de la BCE entraîne par ailleurs un fort regain d’optimisme chez les entreprises, le taux de confiance atteignant son plus haut niveau depuis trois ans et demi.”

PMI Flash Markit pour la zone euro (20 février 2015)

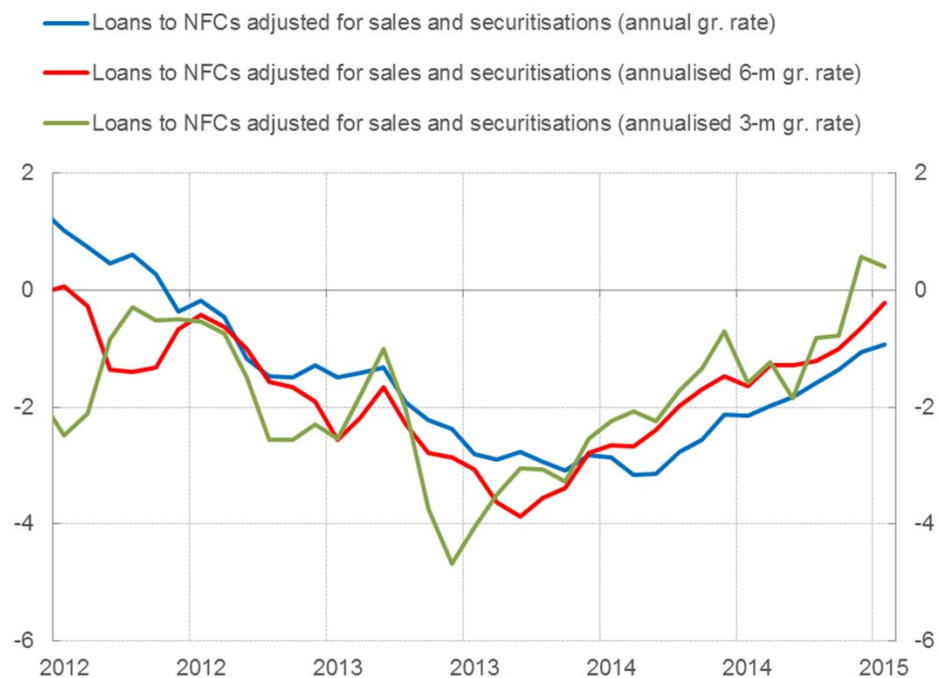
... confirmées par les évolutions monétaires et du crédit

M3 et crédit au secteur privé (taux de glissement annuel, %)



Source: BCE.
Dernière observation: janvier 2015.

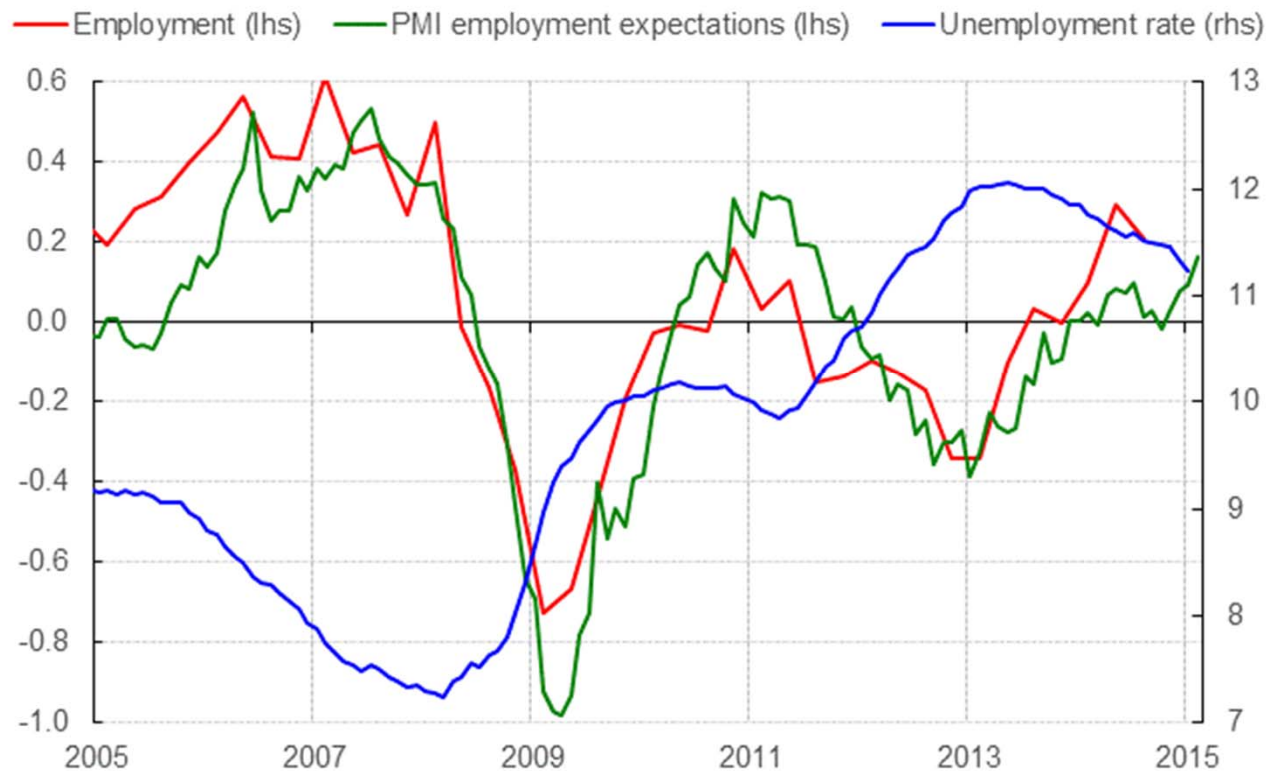
Crédit au secteur privé non-financier (glissement annuel, glissement sur 3 mois annualisé, glissement sur 6 mois annualisé, %)



Source: BCE.
Dernière observation: janvier 2015.

Mais le chômage élevé continue à peser sur l'activité ...

Emploi dans la zone euro, anticipations d'emploi PMI, taux de chômage (taux de variation en %, indice, % de la population active)



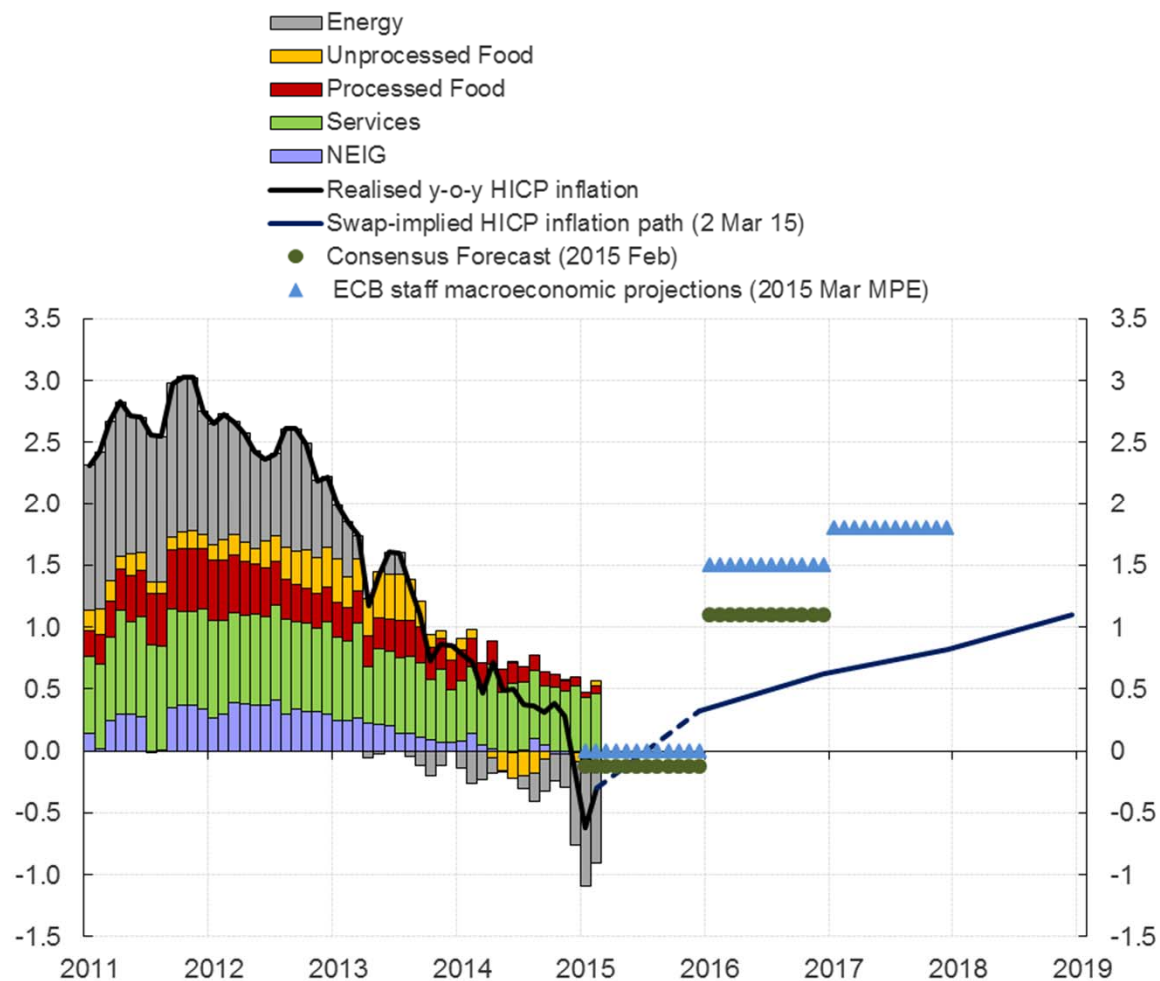
Sources: Eurostat et Markit.

Notes: L'indice PMI est exprimé en déviation par rapport à 50 et divisé par 10.

Dernières observations: T2 2014 pour l'emploi, janvier 2015 pour le taux de chômage et février 2015 pour l'indice PMI.

... et l'inflation a fortement reculé

Indice des prix à la consommation harmonisés dans la zone euro (glissement annuel en %)



Sources: Thomson Reuters, Eurostat, ECB calculations, Consensus Economics.
Dernière observation: février 2015 pour l'IPCH.

Décisions récentes de politique monétaire

Les mesures prises entre juin et septembre 2014

- Baisse des taux directeurs jusqu'à leur borne inférieure
- Mesures d'assouplissement du crédit :
 - Opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTROs) pour soutenir le crédit bancaire aux ménages et aux entreprises
 - Programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP)
 - Programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP-3)

Les mesures prises en janvier 2015

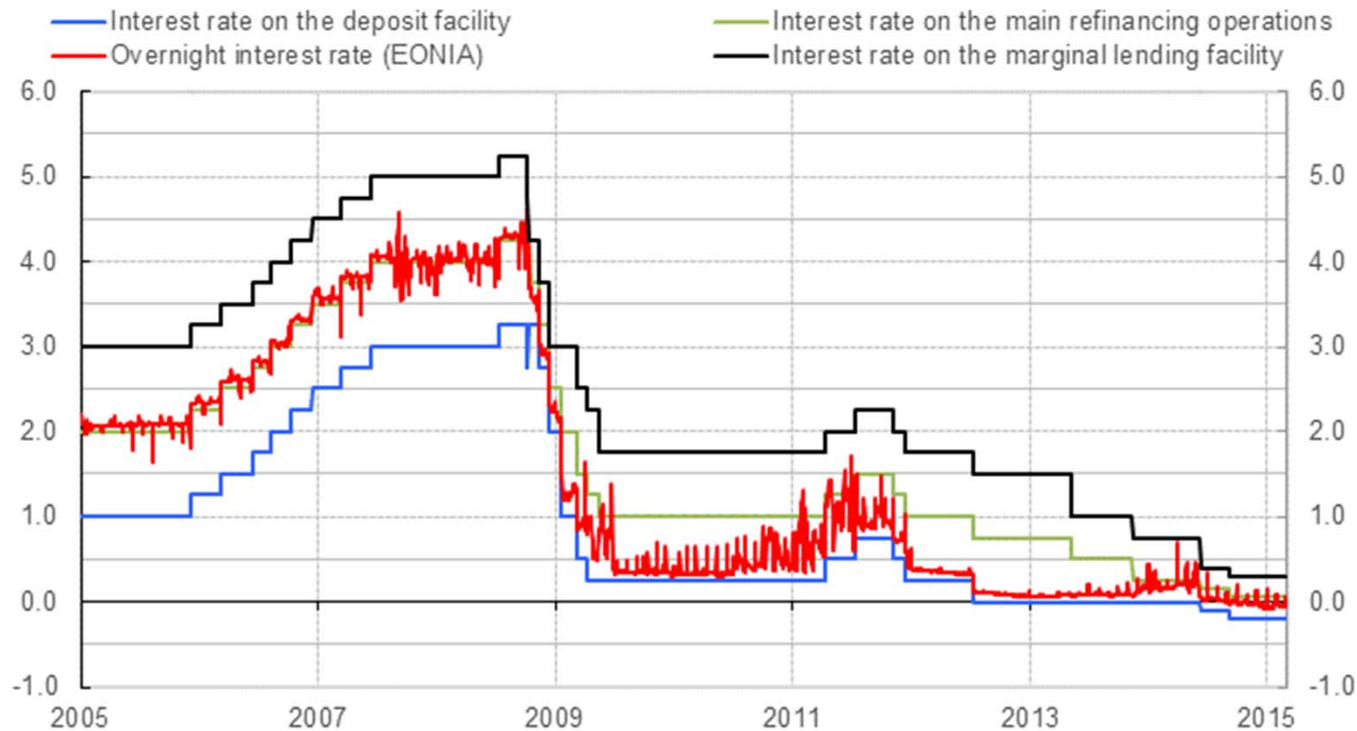
- Baisse de la tarification des TLTROs de 0,15 % à 0,05 %
- Extension du programme d'achats d'actifs à des titres émis par les gouvernements et institutions publiques de la zone euro

Baisse des taux directeurs

Taux de refinancement principal réduit à 0.05 %, taux de la facilité de prêt réduit à 0.30 % et taux de la facilité de dépôt réduit à -0.20 %.

➤ Le marché monétaire fonctionne sans difficulté avec des taux négatifs

Taux directeurs de la BCE et taux de marché EONIA (%)



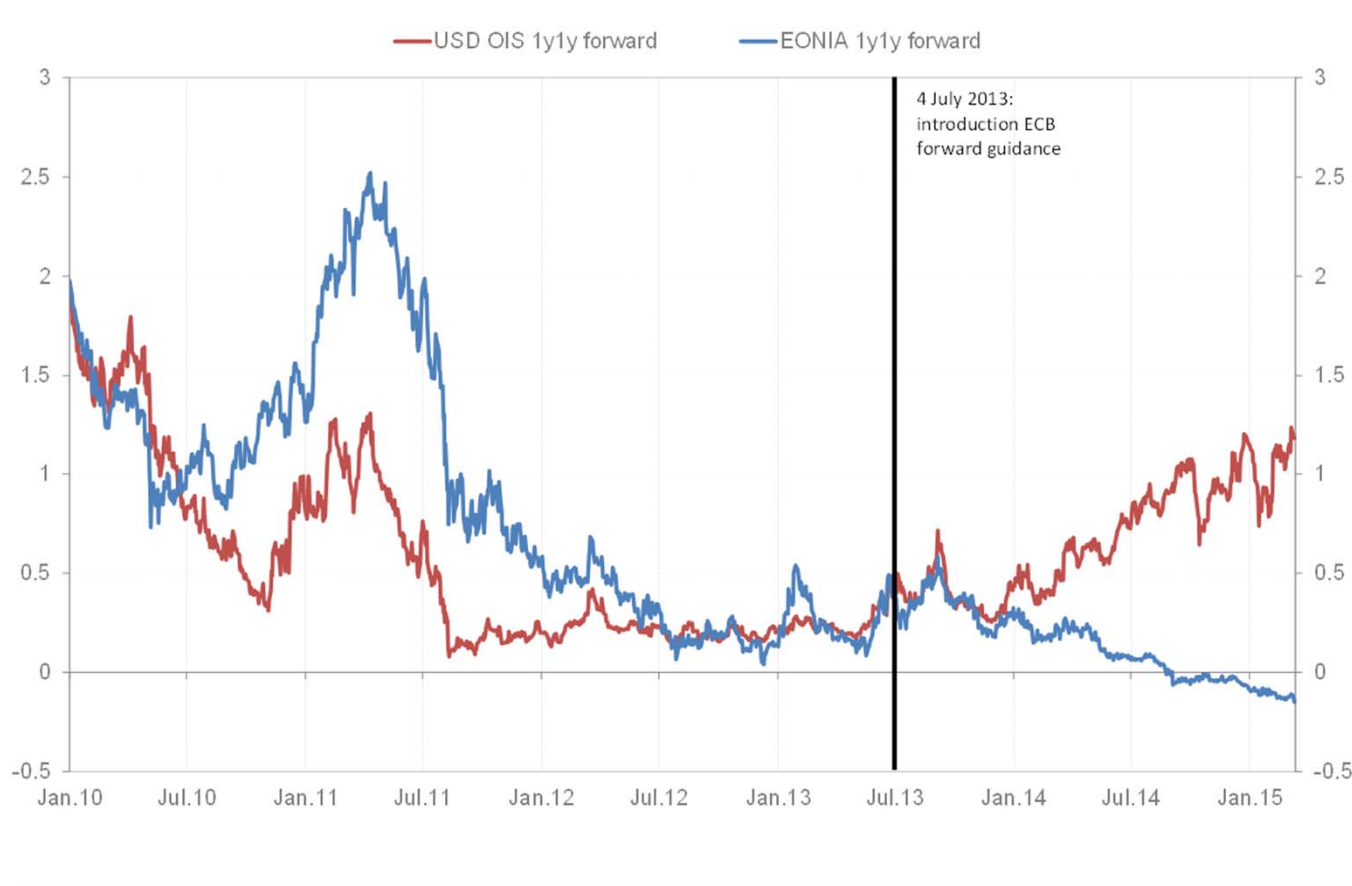
Source: BCE.

Dernière observation : 2 mars 2015.

Un impact renforcé par la *forward guidance*

- Depuis 2013, la BCE donne des indications avancées sur l'orientation future de la politique monétaire (*forward guidance*)
- Ces indications avancées ont permis de stabiliser les conditions de financement à court terme dans la zone euro et de les protéger des chocs financiers internationaux

Taux d'intérêt à un an à un horizon d'un an aux États-Unis et dans la zone euro (%)



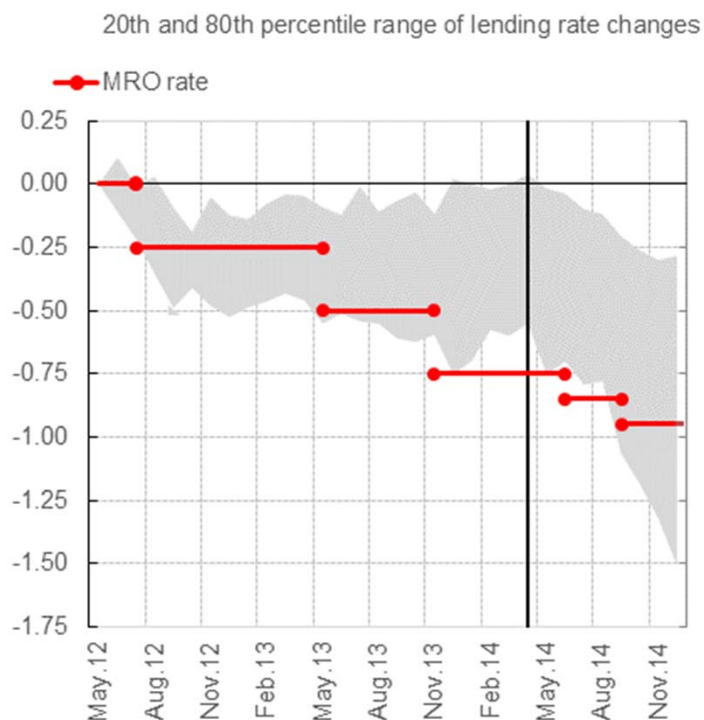
Mesures d'assouplissement du crédit : objectifs

Les coûts d'emprunt demeurent élevés dans certains pays et pèsent sur la consommation et l'investissement dans l'ensemble de la zone compte tenu des liens étroits entre les économies

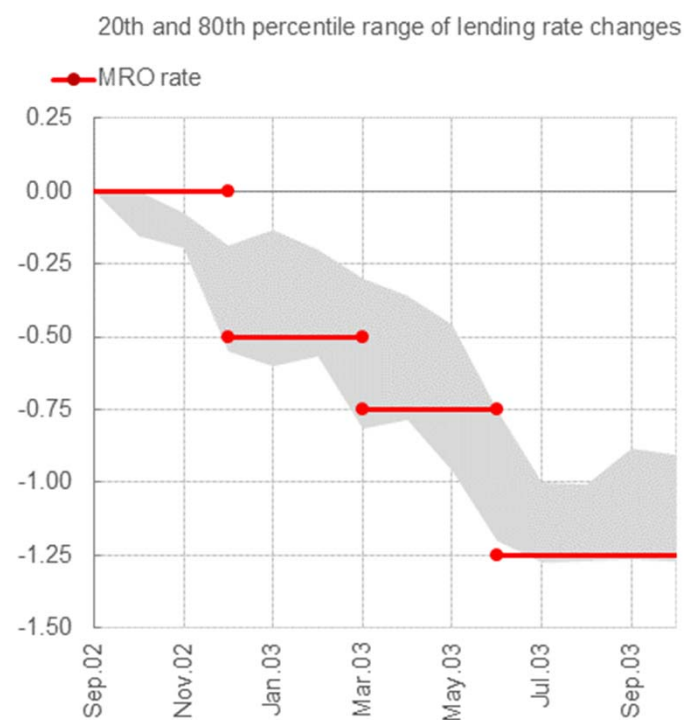
- Objectif : rétablir des conditions normales de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle afin de stimuler le crédit, de soutenir la reprise et d'aider à maintenir la stabilité des prix à moyen-terme

Transmission des taux directeurs aux taux du crédit bancaire (pourcent)

Cycle d'assouplissement monétaire post-OMT (July 2012 – Nov 2014)



Cycle d'assouplissement monétaire 2002-2003 (Nov 2002 – Jun 2003)



Sources : Reuters, calculs BCE.

Notes : L'aire en gris définit les valeurs situées entre les 20èmes et 80ème centiles de la distribution des taux de crédit bancaires aux entreprises non-financières à court terme, prêts dont la valeur n'excède pas 1 million d'euros.

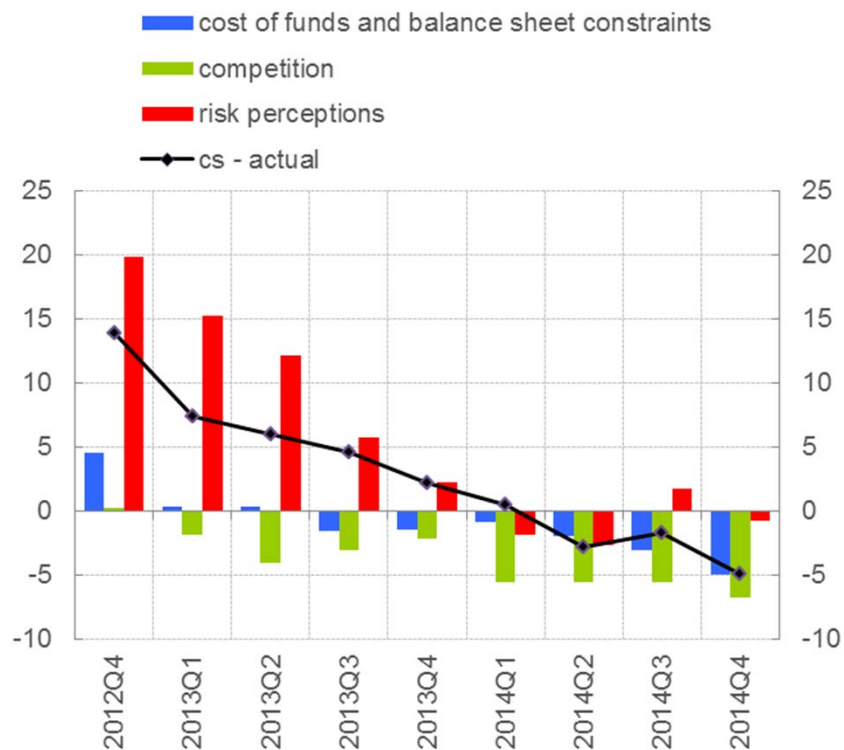
www.ecb.europa.eu

Mesures d'assouplissement du crédit: premiers effets

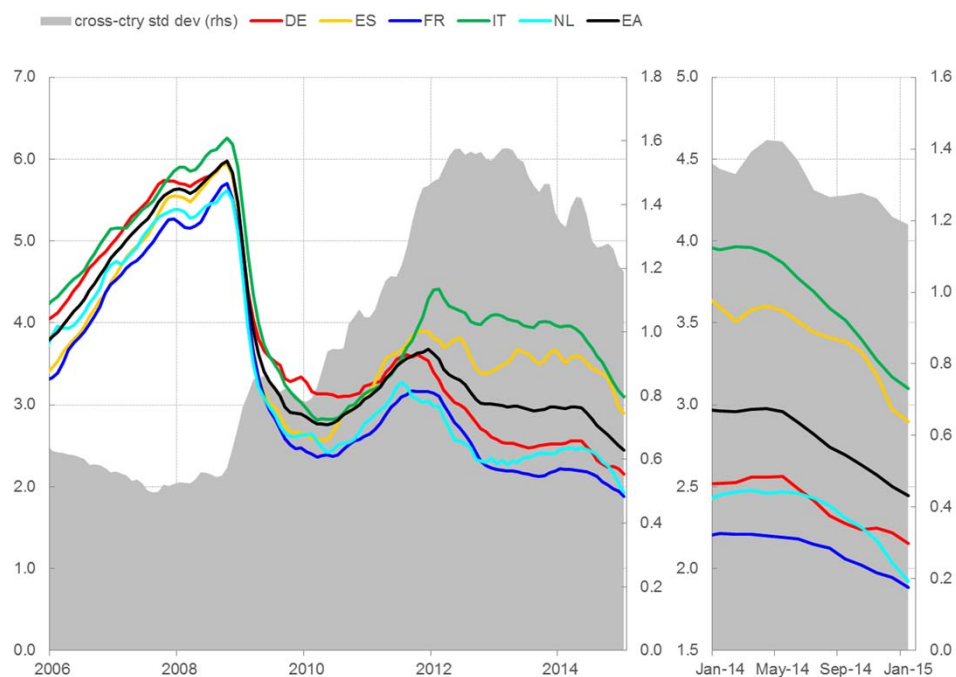
Effets de transmission directs:

- **TLTRO**: baisse des taux de refinancement à long terme et hausses des incitations à prêter stimulent l'offre de crédit et conduisent à la réduction du coût du crédit bancaire
- **ABSPP/CBPP3**: la compression des primes de liquidité sur le marché secondaire crée des opportunités d'arbitrage pour les banques qui peuvent octroyer plus de crédit à des taux plus faibles

Standards de crédit pour les prêts aux entreprises non-financières (pourcentage net)



Indicateur composite du coût nominal du crédit bancaire aux entreprises non-financières (% , moyenne mobile sur 3 mois)



Sources: ECB, Bank lending Survey de janvier 2015.

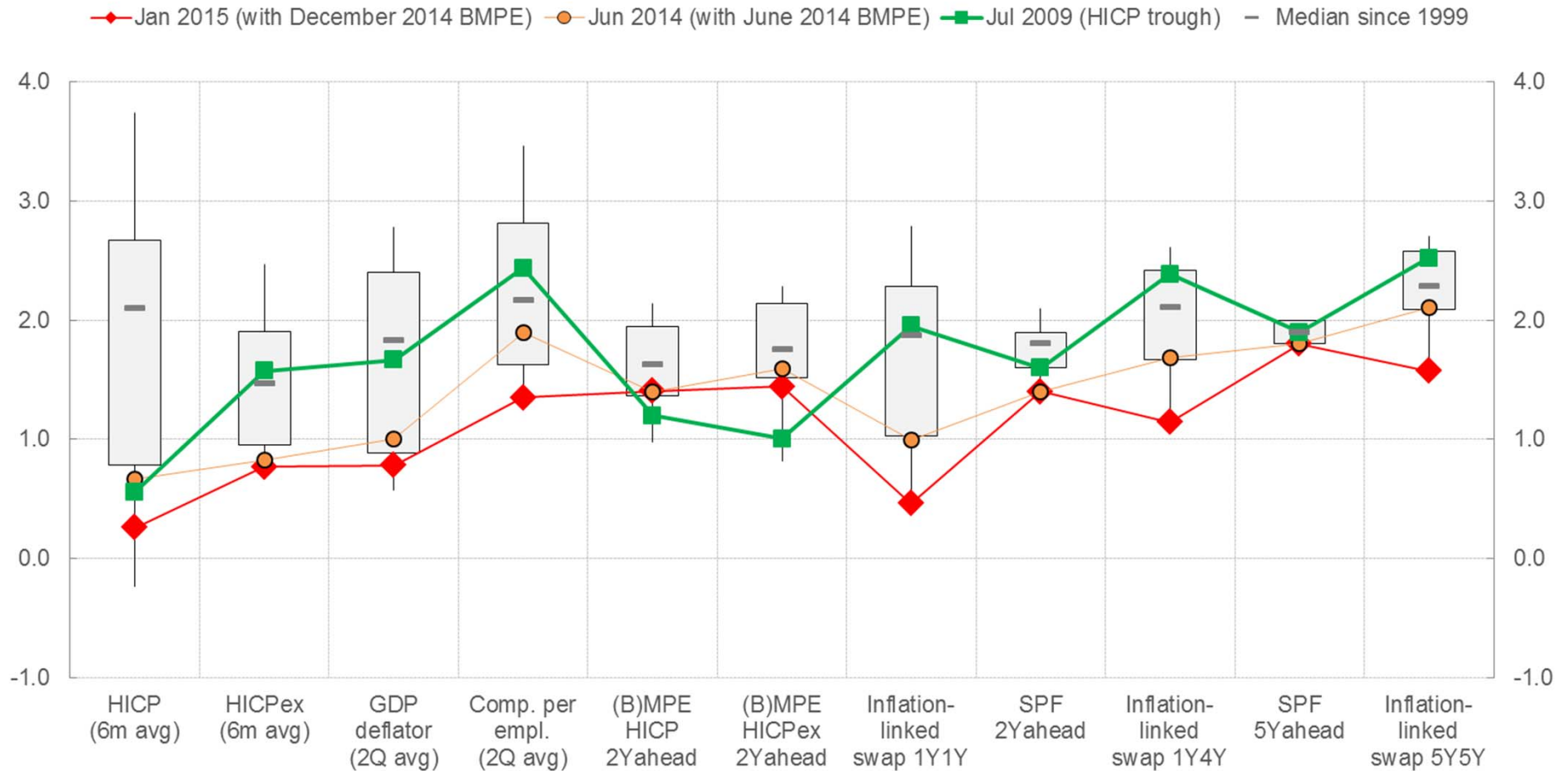
Notes: L'indicateur composite du coût nominal du crédit bancaire aux entreprises non-financières est calculé par agrégation des taux d'intérêt à court et long-terme.

L'écart type inter-pays est calculé sur un échantillon fixe de 12 pays de la zone euro. Dernière observation: décembre 2014.

www.ecb.europa.eu

Début 2015, le risque d'une inflation trop faible devient élevé

Indicateurs d'inflation "trop faible pendant trop longtemps"



Notes : les boîtes définissent les valeurs situées entre les 10^{ème} et 90^{ème} centiles des distributions historiques depuis janvier 1999. Les contrats d'échange sur inflation sont des moyennes mensuelles des observations journalières jusqu'au 19 janvier 2015 inclus. HICPex désigne le glissement annuel de l'IPCH hors alimentation et énergie s'agissant des moyennes sur 6 mois, et l'IPCH hors énergie pour les valeurs issues des (B)MPE (projections macroéconomiques de la BCE). Les dernières observations sont décembre 2014 pour les taux d'inflation et 2014T3 pour le déflateur du PIB et la rémunération par employé (la valeur est la moyenne de 2014T2 et 2014T3). Les dernières projections sont celles du BMPE de décembre 2014 et les anticipations d'inflations issues des enquêtes (SPF) datent de 2014T4.

Le programme étendu d'achats d'actifs de la BCE

- **Composition** étendue aux obligations nominales et indexées sur l'inflation émises par les administrations centrales et les agences publiques (88%) et les institutions de la zone euro comme la BEI et le MSE (12%)
- **Volume** cumulé de 60 milliards d'euros par mois en incluant les ABS et les obligations sécurisées
- **Durée** au moins jusqu'en septembre 2016
- **Maturité** résiduelle entre 2 et 30 ans
- **Un programme adapté aux particularités de la zone euro :**
 - Répartition par pays en fonction de la clé du capital de la BCE
 - Dérogation pour les pays dont la notation financière est insuffisante s'ils bénéficient d'une aide de l'UE/FMI
 - Limite d'emprise de 25% par émission et de 33% par émetteur
 - 8% des obligations nationales achetées par la BCE, le reste par les banques centrales nationales sans partage des pertes

Transmission à l'économie

Principaux canaux de transmission

Effets de signal

Anticipation de taux bas pour une période prolongée

Ancrage des anticipations d'inflation

Effets de portefeuille

Réduction des primes de liquidité/duration

Effets de richesse via la hausse des prix des actifs

Accélérateur financier

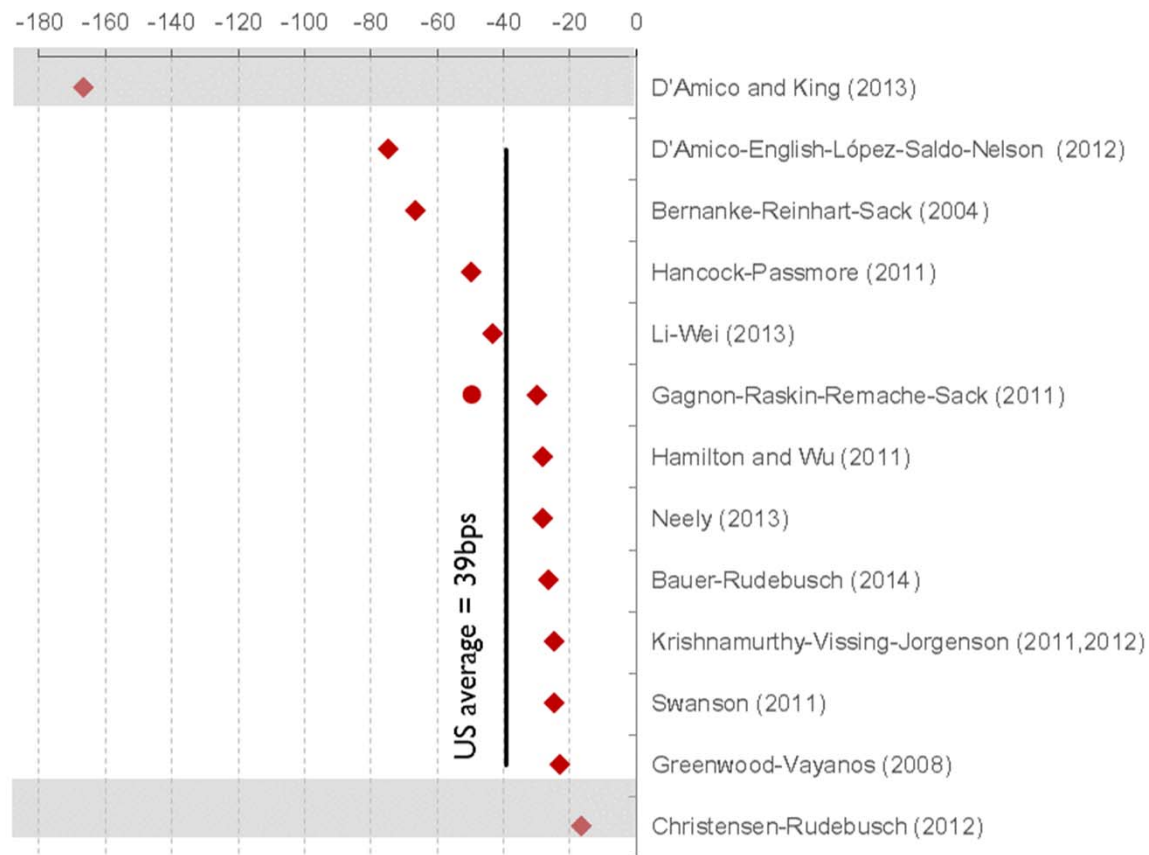
Transmission directe

Réduction des taux d'emprunt à travers la réduction des taux sans risque

Effet de taux de change

Comparaison internationale de l'impact des achats d'actifs

U.S.: Impact of asset purchases on long-term yields, scaled to USD 1 tr. of purchase (basis points)



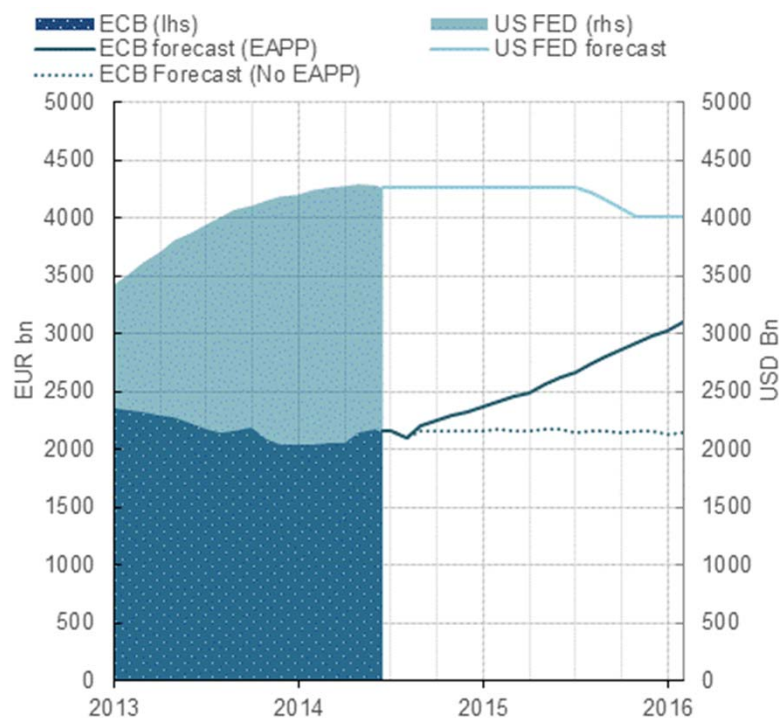
Source : Williams (2013) et services de la BCE.

Note : Les impacts cités par Williams (2013) ont été ajustés pour une taille de 1000 milliards de dollars. Le calcul de la moyenne exclut la valeur la plus élevée et la plus faible.

Réactions aux annonces initiales

Effets de signal via l'expansion attendue du bilan de la BCE : des anticipations de taux d'intérêt plus bas tant à court qu'à long terme

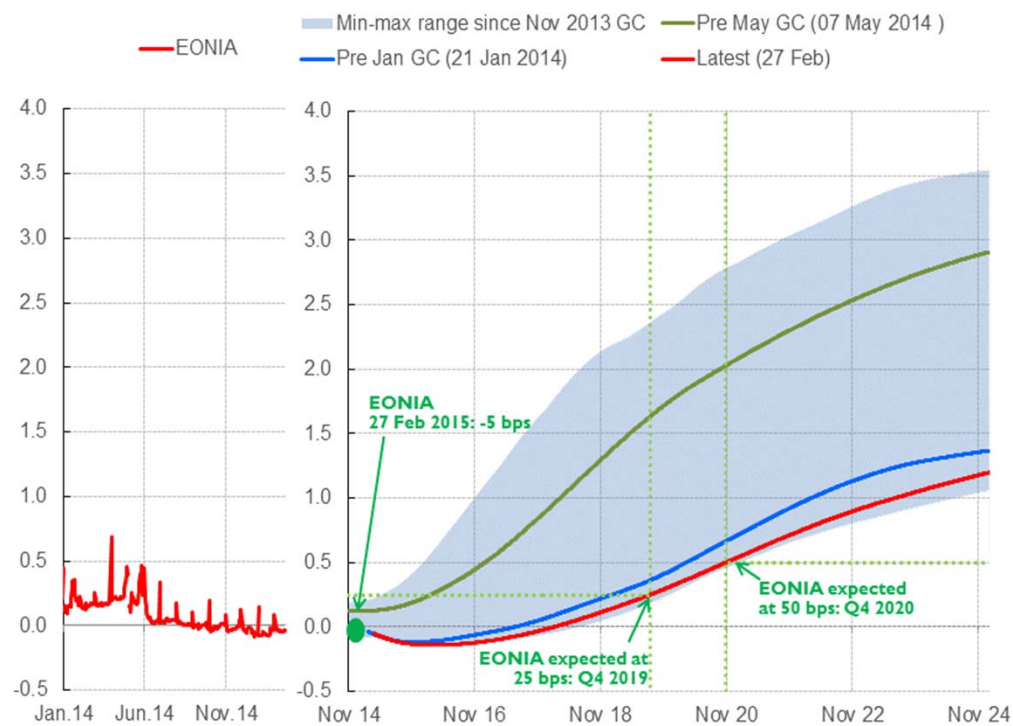
Taille des bilans de la BCE et de la FED, courants et anticipés (milliards d'euros; milliards de dollars US)



Sources: calculs BCE.

Notes : la prévision de taille du bilan de la BCE prend en compte le remboursement des VLTRO, les tombées du SMP et du CBPP et une estimation de la demande pour le TLTRO. Le programme d'achats étendu est calibré sur un rythme de 60 Mds/mois d'achats de titres publics et privés entre mars 2015 et septembre 2016. Les substitutions entre programmes sont estimées sur la base des observations historiques.

Courbe des taux futurs EONIA (basés sur la courbe de swap EONIA)



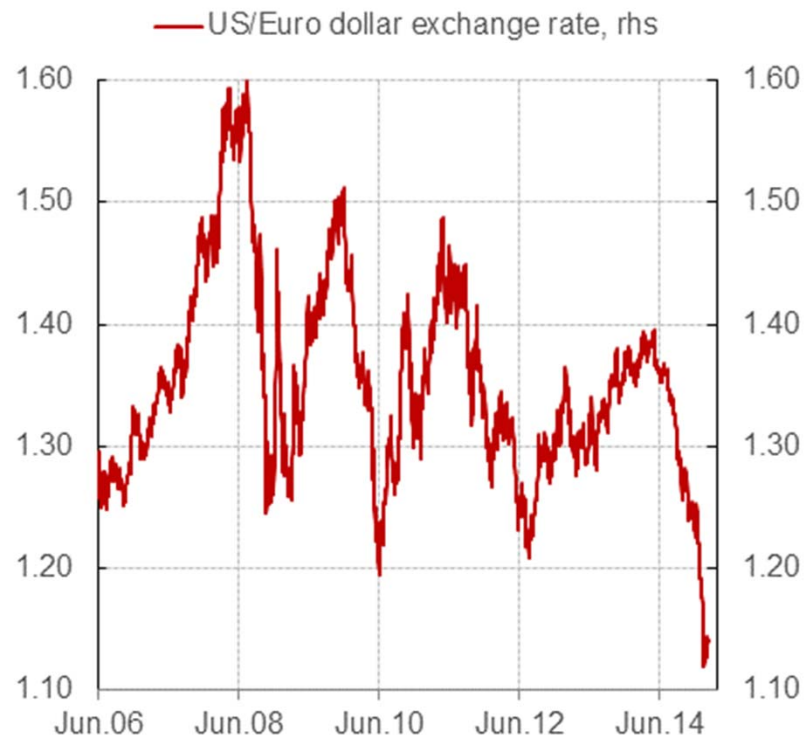
Sources : Reuters et BCE.

Dernière observation : 27 février 2015.

Réactions aux annonces initiales

Le taux de change de l'euro s'est déprécié au cours des derniers mois en lien avec les anticipations de politique monétaire et dans le contexte de mouvements de portefeuilles internationaux

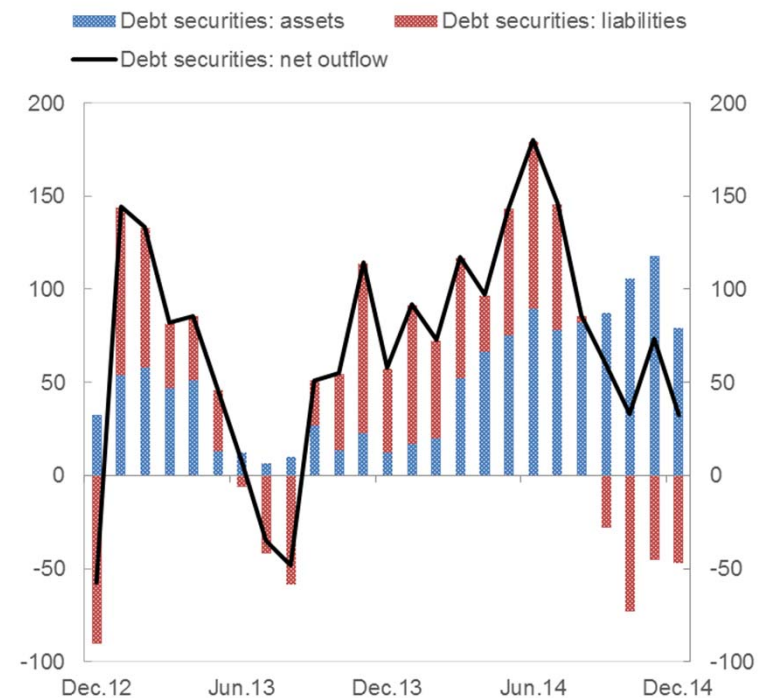
Taux de change Euro/US dollar (USD per EUR)



Source : ECB.

Dernière observation : 2 March 2015

Investissements de portefeuille dans la zone euro (milliards d'euros, flux cumulés sur 3 mois)



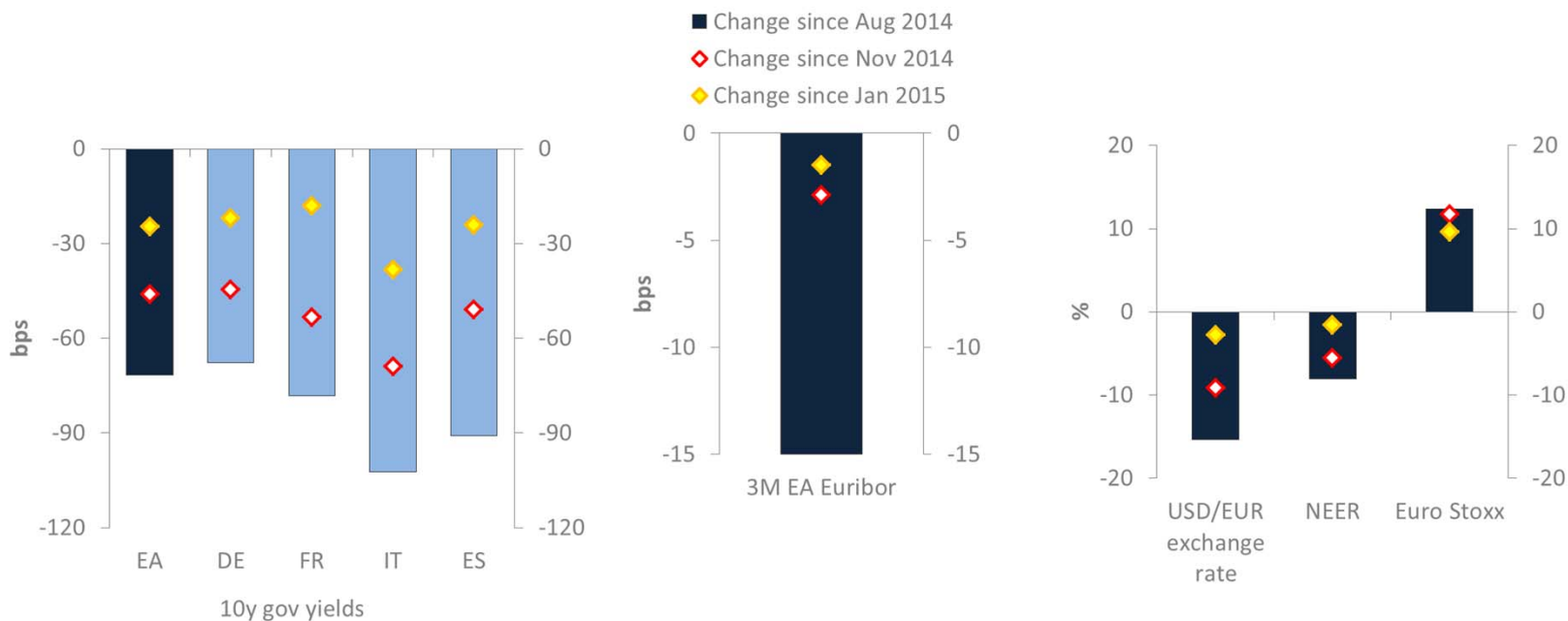
Sources : Balance des paiements, BCE.

Note : données constituées en application du Manuel du FMI (BPM6) entre octobre 2012 et décembre 2014.

Réactions aux annonces initiales

Les taux des emprunts d'État ont baissé dans l'ensemble des pays de la zone euro entraînant une amélioration générale des conditions de financement, et la hausse des prix des actifs financiers devrait également stimuler la dépense privée.

Rendements et prix d'actifs financiers depuis août/novembre 2014 et janvier 2015 (taux de change et Eurostoxx en points de pourcentage; autres mesures en points de base)



Sources : Bloomberg, ECB, calculs BCE. Dernière observation : 26 février 2015.

Projections macroéconomiques : mise à jour de mars 2015

Les projections d'activité et d'inflation sont revues à la hausse

Projections macroéconomiques de mars 2015 établies par les services de la BCE

GDP growth							
		2015		2016		2017	
	Date	Latest forecast	Change from previous forecast	Latest forecast	Change from previous forecast	Latest forecast	Change from previous forecast
ECB staff (MPE)	05 Mar 2015	1.5	0.5	1.9	0.4	2.1	-
Consensus Economics	16 Feb 2015	1.2	(+0.1)	1.6	(=)	-	-
ECB SPF	16 Jan 2015	1.1	(-0.1)	1.5	(=)	1.7	-
IMF	20 Jan 2015	1.2	(-0.1)	1.4	(-0.3)	-	-
Euro Zone Barometer	17 Feb 2015	1.3	(+0.1)	1.8	(+0.2)	1.6	(=)
OECD	25 Nov 2014	1.1	(-0.6)	1.7	-	-	-
European Commission	05 Feb 2015	1.3	(+0.2)	1.9	(+0.2)	-	-
<p>Note: With the exception of the MPE, the forecast revisions are calculated on rounded data (i.e. only the apparent revisions are shown). Eurosystem staff macroeconomic projections (BMPE): changes with ECB staff macroeconomic projections (MPE) published on 04 December 2014. European Commission: changes with November 2014. OECD Economic Outlook 2014 n. 96, November 2014; changes with OECD Economic Outlook 2014 n. 95, May 2014. IMF WEO update (only GDP) January 2015; changes with IMF WEO as of October 2014. ECB SPF 2015 Q1 - Survey conducted between 8 and 13 January 2015; changes with 2014 Q4 (October). Euro Zone Barometer: changes with January 2015. 2017 is taken from January 2015 long term forecast survey. Consensus Economics: changes with January 2015.</p>							
HICP Inflation							
		2015		2016		2017	
	Date	Latest forecast	Change from previous forecast	Latest forecast	Change from previous forecast	Latest forecast	Change from previous forecast
ECB staff (MPE)	05 Mar 2015	0.0	(-0.7)	1.5	0.2	1.8	-
IMF	07 Oct 2014	0.9	(-0.3)	1.2	(-0.1)	-	-
European Commission	05 Feb 2015	-0.1	(-0.9)	1.3	(-0.2)	-	-
OECD	25 Nov 2014	0.6	(-0.5)	1.0	-	-	-
Euro Zone Barometer	17 Feb 2015	-0.1	(-0.2)	1.1	(-0.1)	1.5	(-0.1)
Consensus Economics	16 Feb 2015	-0.1	(-0.2)	1.1	(-0.1)	-	-
ECB SPF	16 Jan 2015	0.3	(-0.7)	1.1	(-0.3)	1.5	-
<p>Note: With the exception of the MPE, the forecast revisions are calculated on rounded data (i.e. only the apparent revisions are shown). Eurosystem staff macroeconomic projections (BMPE): changes with ECB staff macroeconomic projections (MPE) published on 04 December 2014. European Commission: changes with November 2014. OECD Economic Outlook 2014 n. 96, November 2014; changes with OECD Economic Outlook 2014 n. 95, May 2014. IMF: changes with the IMF WEO published in April 2014. ECB SPF 2015 Q1 - Survey conducted between 8 and 13 January 2015; changes with 2014 Q4 (October). Euro Zone Barometer: changes with January 2015. 2017 is taken from January 2015 long term forecast survey. Consensus Economics: changes with January 2015.</p>							

Une stratégie en trois volets pour la croissance

- La politique monétaire soutient la reprise et ancre les anticipations d'inflation
- La politique budgétaire peut venir en appui :
 - À déficit inchangé, en stimulant la croissance par des dépenses mieux ciblées
 - En continuant à réduire les déficits quand c'est nécessaire et en utilisant les marges de manoeuvre quand elles existent
 - En préservant la crédibilité des règles budgétaires
- La croissance potentielle de la zone euro a été sévèrement affectée par la crise. La reprise ne sera durable que si elle est mise à profit pour améliorer le fonctionnement des économies de la zone euro et accroître leur productivité.