



LE CADRE INSTITUTIONNEL ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN ZONE EURO

Louis Bê Duc

- Conférence enseignants, Saint-Denis 14 décembre 2016 -



Petit rappel sur la création monétaire et de la politique monétaire

- Lien entre la masse monétaire et les prix
- Les banques créent de la monnaie
- Les banques se refinancent auprès de la banque centrale à un taux d'intérêt donné
- La politique monétaire consiste à agir sur la création de monnaie en modulant les conditions de refinancement (garantie, taux) des banques auprès de la banque centrale

Depuis 1999, une politique monétaire unique pour la zone euro



La gouvernance de la politique monétaire de la zone euro

- La politique monétaire est déterminée par le conseil des gouverneurs qui regroupe le directoire de la BCE et les gouverneurs des banques centrales des pays de la zone euro
- L'Eurosystème : la BCE et les banques centrales nationales
- La stratégie monétaire : les deux « piliers » : analyse monétaire et analyse économique

L'objectif de la politique monétaire

- Fed, BCE : des objectifs différents
 - ✓ Dans la zone euro, la stabilité des prix est l'objectif principal
- Mais une même cible de 2 % d'inflation
 - ✓ Un taux d'inflation « inférieur à, mais proche de 2 % », à moyen terme
- Que nous n'atteignons pas actuellement dans la zone euro

Pourquoi la stabilité des prix ?

- Faire en sorte que les prix reflètent bien la demande d'un bien ou service ou ses coûts de production
- Éviter les distorsions liées à l'inflation ou la déflation : transferts de richesse non anticipés entre créanciers et débiteurs; effet sur les revenus non indexés ; barèmes d'impôt
- Réduire les coûts de financement à moyen terme des agents (primes de risque)
- Le danger spécifique de la déflation : accroissement auto-entretenu des dettes des agents et effets récessifs

Les instruments classiques de la politique monétaire de l'eurosystème

- L'Eurosystème prête au système bancaire à un taux défini (taux directeur) en échange d'une prise de garantie (obligations, ou créances sur les entreprises ayant une notation minimale)
- Traditionnellement, les opérations principales de refinancement (OPR) des banques sont la prise en pension hebdomadaire d'actifs d'une durée de 3 mois à taux variable.
- Les banques peuvent aussi déposer de la liquidité auprès de la banque centrale moyennant un taux d'intérêt donné (« facilité de dépôt »)
- Les banques peuvent aussi emprunter au jour le jour de la liquidité auprès de la banque centrale (« facilité de prêt marginal »)
- La décision principale de politique monétaire du conseil des gouverneurs est donc de fixer les taux directeurs (taux des OPR, taux de la facilité de dépôt, taux de la facilité de prêts marginales)

La politique monétaire en zone euro et la coordination économique et budgétaire

- Règles de prudence budgétaire : pacte de stabilité et de croissance
- Coordination des politiques macro-économiques
- Procédures de suivi des déséquilibres macro-économiques

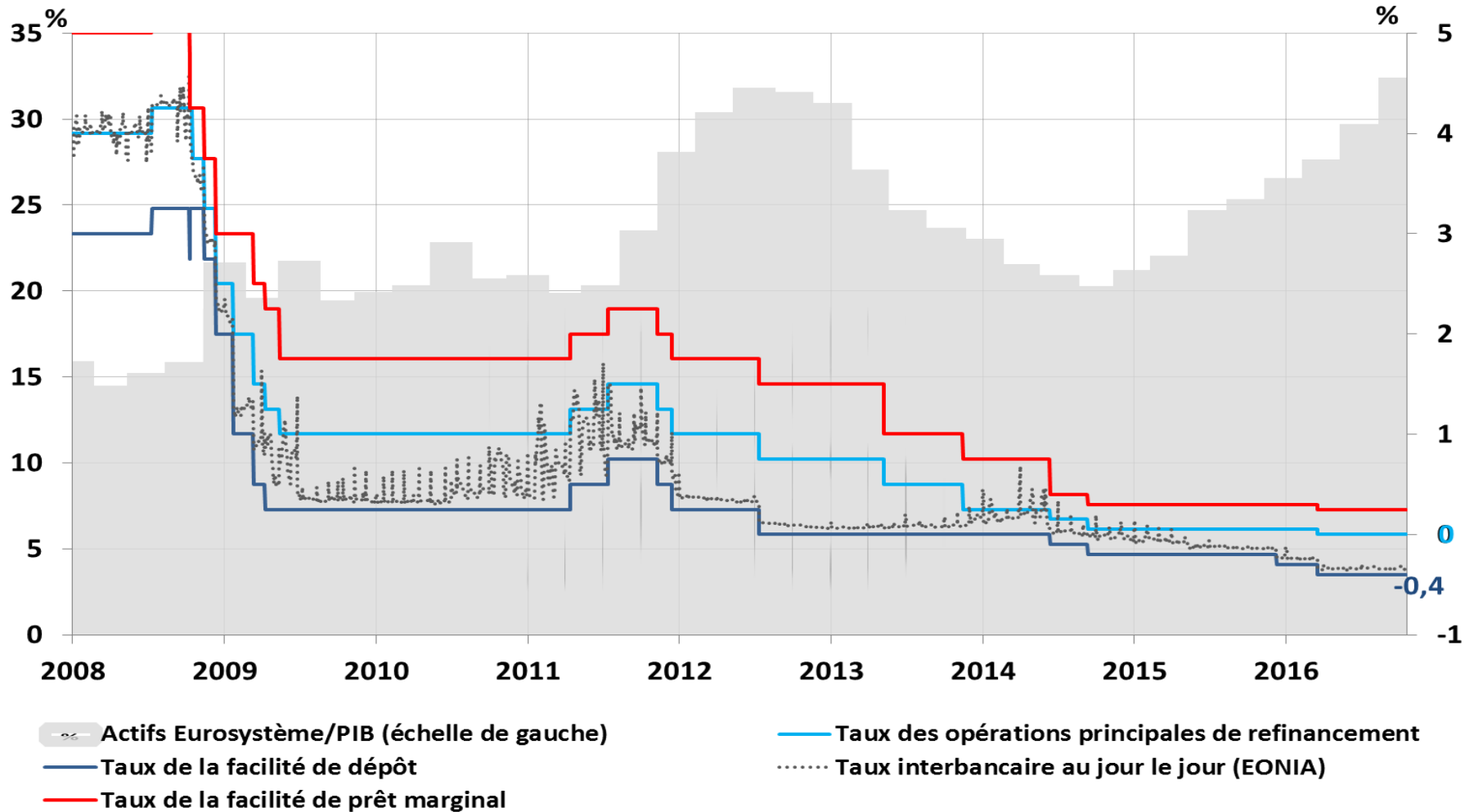
Les effets de la crise financière de 2008 et de la crise des dettes souveraines

- 2008-2009 : Problème de refinancement du secteur bancaire, la crise ayant entraîné des pertes bancaires et suscité une certaine défiance des banques de la zone euro à prêter entre elles notamment vers les banques des pays dits de la périphérie (Grèce, Espagne, Italie...)
- Crise des dettes souveraines (2011-2012) : les investisseurs se détournent des dettes des pays de la périphérie dont les taux d'intérêt augmentent

Les réponses de l'Eurosystème à la crise financière (2008-2009)

- Diminution importante des taux directeurs
- Taux des opérations de refinancement passent d'un taux variable à un taux fixe et pour des montants potentiellement illimités
- Allongement des opérations de refinancement des banques de 3 mois, à 6, 12 voire 36 mois sans limite de montant

La politique monétaire est plus accommodante



Les réponses de l'Eurosystème à la crise des dettes souveraines

- Facilité de trésorerie d'urgence accordée par une banque centrale de la zone euro aux banques en difficulté de certains pays (« *emergency liquidity assistance* »)
- Achats de titres souverains de pays périphériques (à partir de mai 2010 : « SMP » puis « OMT ») de manière « potentiellement illimitée »
- Politique relayée par des programmes de restructuration de la dette publique de certains pays sous l'égide de UE / FMI / BCE

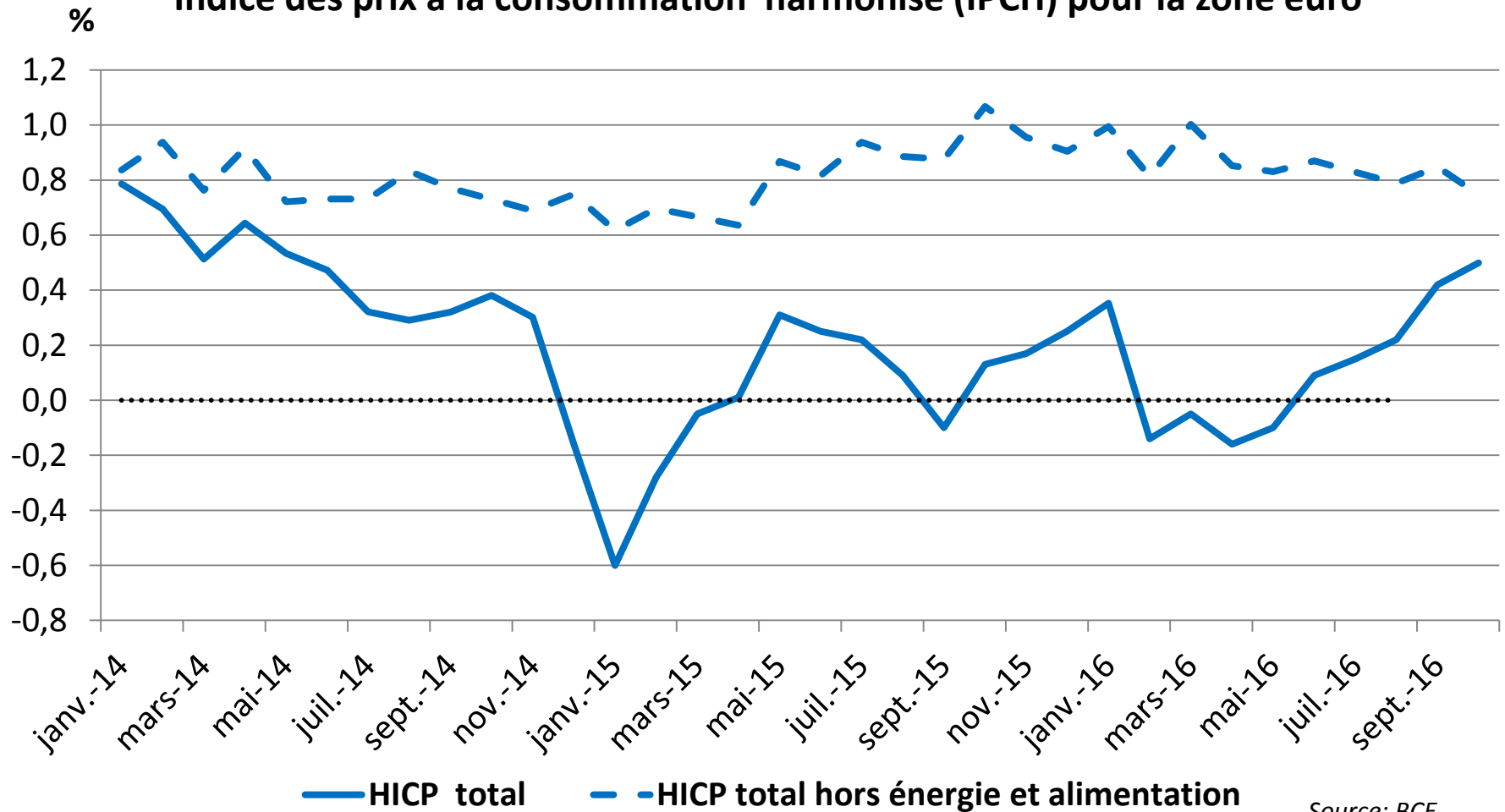
Les limites des premières mesures de politique monétaire

Depuis 2014 les mesures de politique monétaire exposées ci-avant ont rencontré des limites

- La baisse des taux directeurs atteint une limite quand les taux d'intérêt sont déjà proches de 0. Elle peuvent difficilement tomber fort en dessous, autrement les agents transforment leur dépôts en billets de banque (taux de 0%)
- La baisse du coût de refinancement des banques ne s'est traduite par une nette augmentation attendue des crédits, notamment pour les PME
- Le taux d'intérêt de marché en Europe a eu tendance à augmenter avec la reprise américaine, ce qui n'était pas en phase avec la conjoncture encore ralentie en Europe
- L'inflation a atteint des niveaux très bas (3 % fin 2011 à -0,1 % début 2016); et les anticipations d'inflation se sont réduites (« *désancrage des anticipations* »)

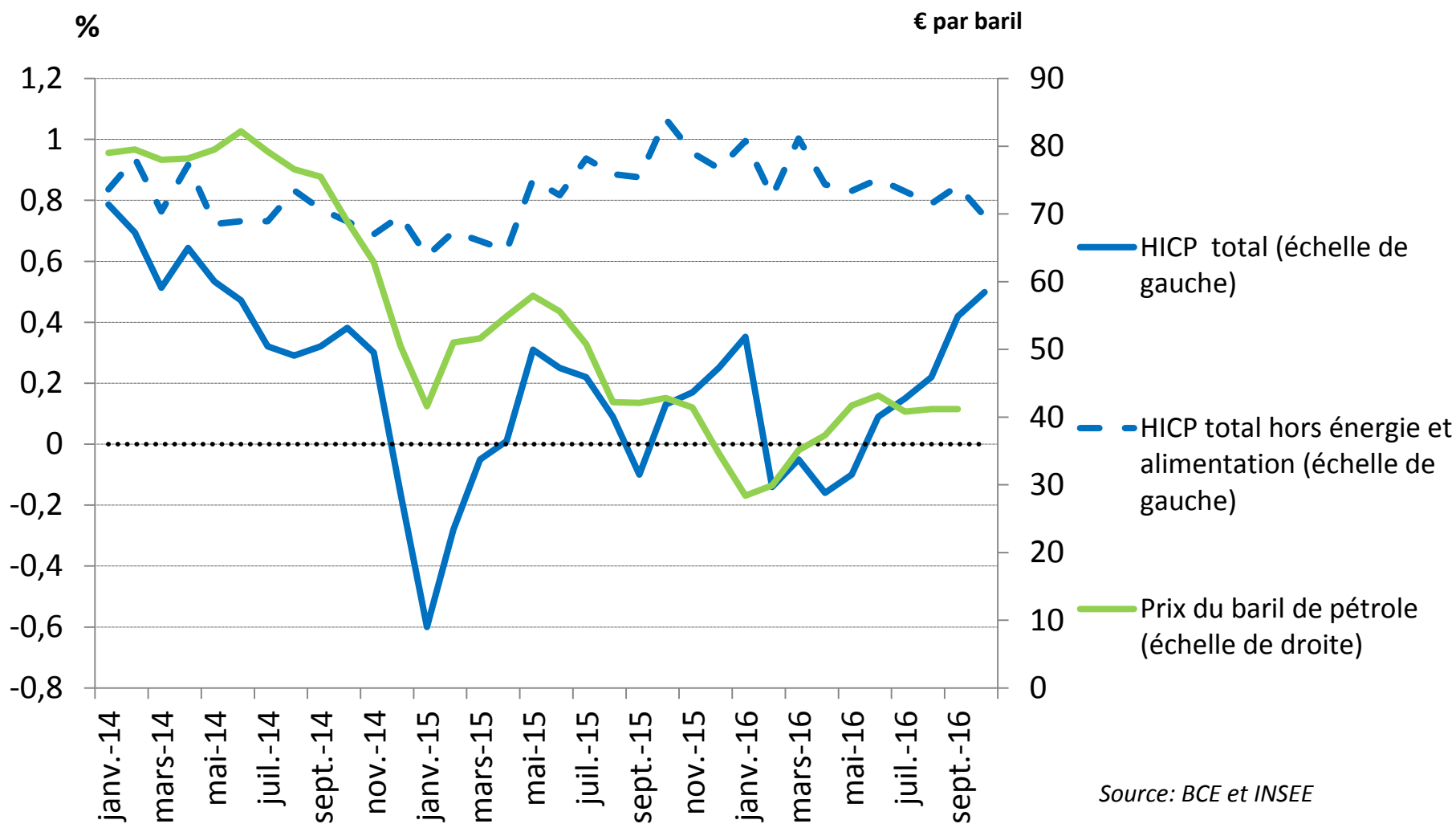
L'évolution de l'inflation en zone euro

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la zone euro



Source: BCE

Évolution des prix en zone euro (suite)



Source: BCE et INSEE

Des mesures „non conventionnelles“ de politique monétaire

- Baisse de la facilité de dépôts à un taux négatif (-0,4 % depuis mars 2016)
- De nouvelles opérations de refinancement à très long terme (4 ans) ont été conditionnées à l'octroi de crédit aux ménages (hors crédit au logement) et aux entreprises (juin 2014, puis mars 2016) (« TLTRO »)
- Achats fermes de titres adossés à des actifs réels (crédits aux entreprises et aux ménages notés au moins BBB) et des obligations sécurisées (essentiellement hypothécaires) (octobre 2014)
- Les achats massifs de titre public (« politique d'assouplissement quantitatif ») à partir de janvier 2015... Étendus aux obligations d'entreprises non financières à partir de mars 2016. 60 / 80 milliards par mois
- Échéance : septembre 2016, puis prolongé à décembre 2017

Le guidage des taux d'intérêt / „forward guidance“

- Depuis 2013, la BCE accompagne ses mesures de politique monétaire d'une communication sur l'évolution future de la politique monétaire afin d'agir sur les anticipations des agents et renforcer son action
- Communication sur le maintien de la politique d'achats massifs de titre jusqu'à un ajustement durable de l'inflation vers son niveau cible (proche de 2 %)

Les effets attendus des politiques d'assouplissement quantitatif

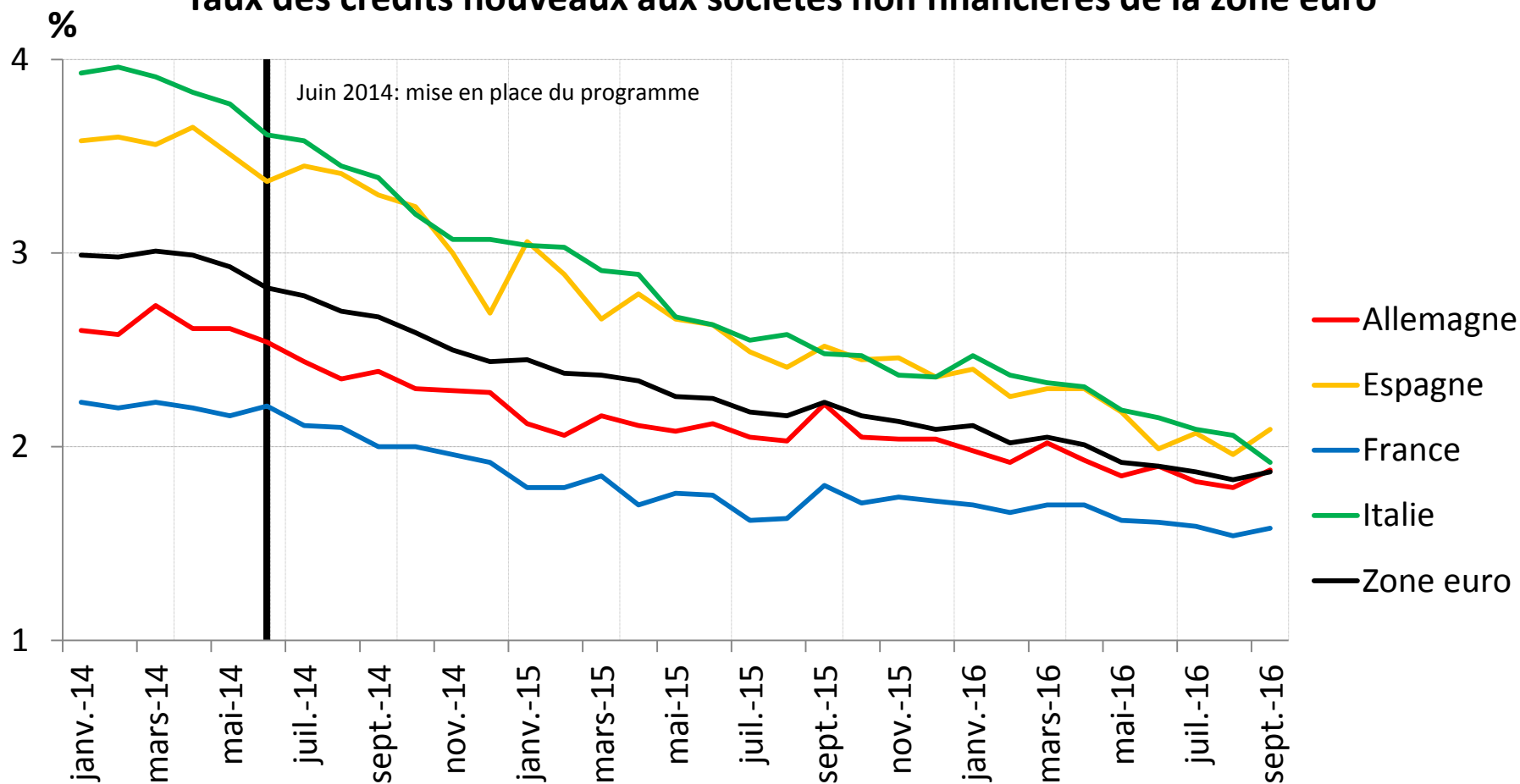
- Effet taux : l'achat de titres publics entraîne une baisse des rendements à moyen terme
- Effet de réallocation de portefeuille: les banque vendent des titres publics et peuvent réinvestir le produit dans des créances à l'économie
- Effet « richesse » : la baisse des taux à long terme peut avoir un effet « richesse » positif sur les portefeuilles
- Effet « taux de change » : la baisse des taux entraîne une dépréciation du taux de change
- Effet du maintien d'une liquidité abondante du système bancaire qui réduit les taux à court terme

Des effets tangibles obtenus

- Baisse des taux d'intérêt obligataires (- 130 points de base de l'été 2014 à février 2016) plus marqué pour les pays de la périphérie
- Baisse des taux des obligations privées (-40 points de base de mi-2014 à avril 2016 pour les SNF)
- Augmentation des crédits aux entreprises notamment des petites entreprises
- Effet global sur l'inflation évalué à 0,5 % en moyenne sur la période 2015-2018
- Effet global sur le PIB évalué à 0,4 % par an

De meilleures conditions de financement

Taux des crédits nouveaux aux sociétés non financières de la zone euro

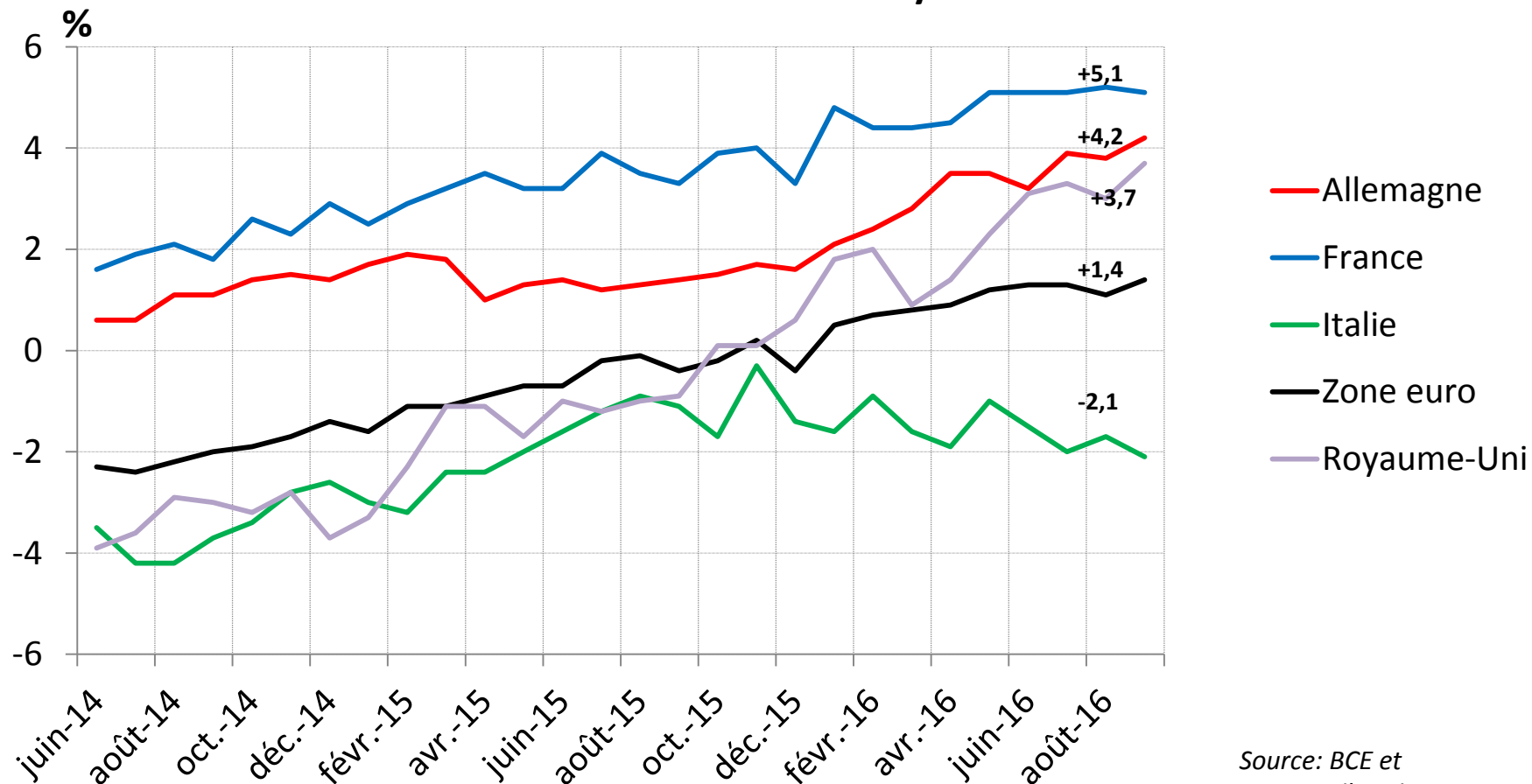


Note: moyenne mobile 3m, hors renouvelables et découverts.

Source: BCE

La reprise du crédit aux entreprises

Taux de croissance annuel des crédits aux sociétés non financières dans la zone euro et au Royaume-Uni



Source: BCE et Banque d'Angleterre

Une politique monétaire non conventionnelle qui peut poser question...

- Financement monétaire des déficits publics interdit par le Traité mais les achats d'actifs sur le marché secondaire sont autorisés
- Neutralité des interventions de la banque centrale à maintenir s'agissant des titres publics et privés
- Effets de redistribution entre prêteurs et emprunteurs ou liés à la hausse des prix d'actifs
- Risques pour la stabilité financière liés à des taux trop bas trop longtemps : constitution de bulles spéculatives; réduction des marges bancaires, problème de « l'exit » lorsque les taux augmenteront

...mais qui répond à sa mission principale de maintien de la stabilité des prix en zone euro

- La politique monétaire en zone euro a visé à éviter les risques principaux : crise de financement de certains pays de la zone euro ; spirale déflationniste
- Elle a eu des effets tangibles sur la croissance, le crédit et les prix
- Elle répond à l'objectif premier de la politique monétaire qui est la stabilité des prix à moyen terme

...mais qui répond à sa mission principale de maintien de la stabilité des prix en zone euro

- La politique monétaire en zone euro a visé à éviter les risques principaux : crise de financement de certains pays de la zone euro ; spirale déflationniste
- Elle a eu des effets tangibles sur la croissance, le crédit et les prix
- Elle répond à l'objectif premier de la politique monétaire qui est la stabilité des prix à moyen terme

Quelques références :

- Article du bulletin de la Banque de France de mai-juin 2016 sur la politique monétaire en zone euro depuis 2014
- CITECO
- Le site de la Banque de France dont la nouvelle version est lancée aujourd'hui.

Merci pour votre attention.