

Politique monétaire européenne : enjeux et limites

THIBAUT MERCIER
Paris, le 9 mars 2016



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

SOMMAIRE

1

OBJECTIF 2%

2

**POLITIQUES CONVENTIONNELLES ET NON
CONVENTIONNELLES**

3

LES LIMITES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE



1 OBJECTIF 2%



Stabilité des prix : cible prioritaire

- « L'objectif principal du Système européen de banques centrales (SEBC) est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques générales dans l'Union » (Art.127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne)
- La Réserve Fédérale américaine a deux objectifs égaux: la stabilité des prix et le plein emploi



Stabilité des prix = 2% d'inflation?

- Le Traité ne donne pas de définition précise de la stabilité des prix
- En 2003, le Conseil des Gouverneurs de la BCE a quantifié cet objectif
- Il s'agit de maintenir l'inflation à un niveau proche mais inférieur à 2% à moyen terme

- Pourquoi 2% ?
 - 1% \approx l'indice des prix à la consommation surestime l'inflation
 - 1% \approx marge contre le risque de déflation

- Pourquoi à moyen terme?
 - Les fluctuations de l'inflation à court terme sont inévitables. Il faut assurer une certaine stabilité de la politique monétaire
 - Les effets des décisions de politiques monétaire se matérialisent avec retard
 - L'important est de fixer les anticipations d'inflation



Inflation : l'offre et la demande

- La BCE a longtemps assigné un rôle prépondérant à la quantité de monnaie pour contrôler l'inflation (legs monétariste de la Bundesbank)
- Néanmoins, à court terme et dans un contexte de faible inflation, il y a peu de lien entre croissance monétaire et inflation
- Aujourd'hui la BCE insiste sur l'équilibre entre offre et demande
 - Quand Offre > Demande → les prix baissent
 - Quand Demande > Offre → les prix montent
- D'un point de vue macro-économique, la stabilité des prix suppose de maintenir le PIB constaté (la demande de biens et services) à un niveau proche du PIB potentiel (l'offre de biens et services)

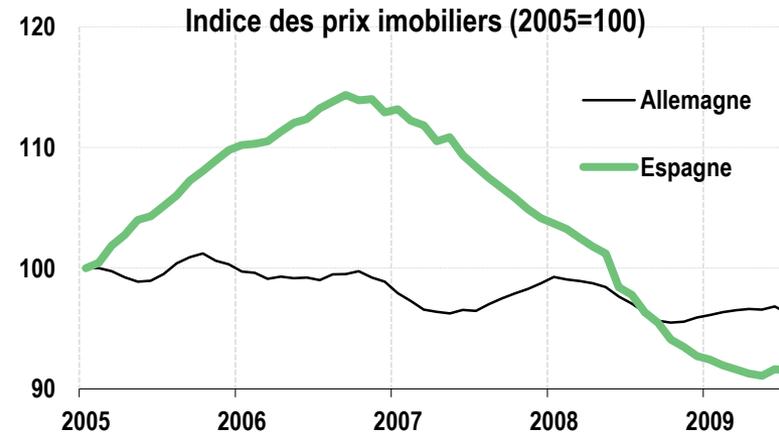
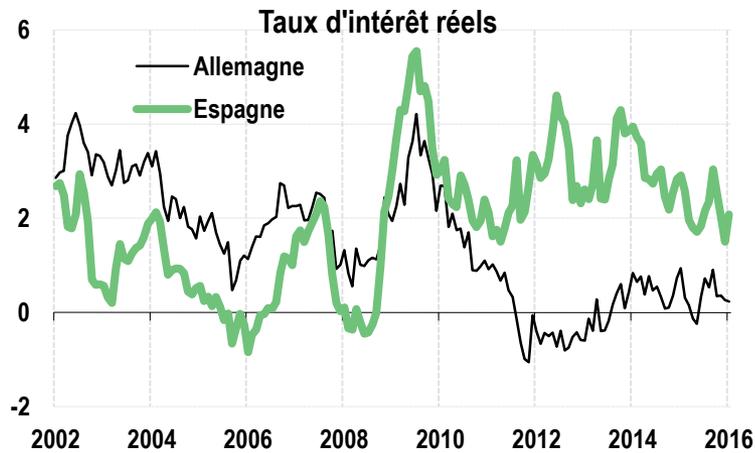
$$\underbrace{\text{Consommation} + \text{Investissement} + \text{Exportations nettes}}_{\text{Demande}} = \underbrace{\text{Emploi} + \text{Productivité}}_{\text{Offre}}$$

- Dans ce cas, stabilité des prix et plein emploi sont deux objectifs qui se recoupent



Politique monétaire unique : one size fits all?

- La politique monétaire de la BCE est fondée sur la situation économique de l'UEM
→ Les taux sont fixés par rapport à un pays moyen qui n'existe pas
- Politique trop accommodante pour certains, trop restrictive pour d'autres
- Absence de fédéralisme budgétaire : zone monétaire non optimale



2 POLITIQUES CONVENTIONNELLES ET NON CONVENTIONNELLES

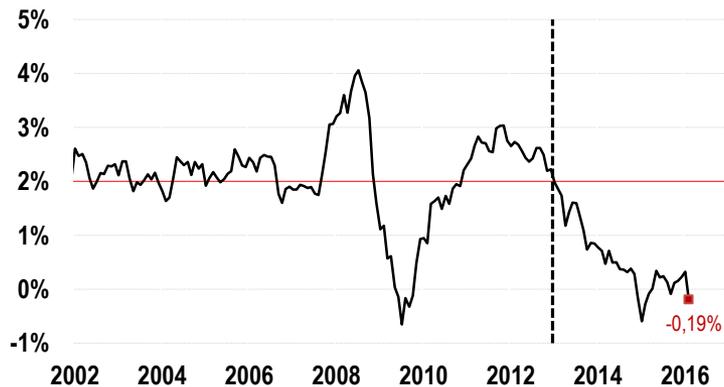


L'inflation en territoire négatif

Sources Eurostat, Bloomberg

> Inflation

Variation annuelle des prix à la consommation



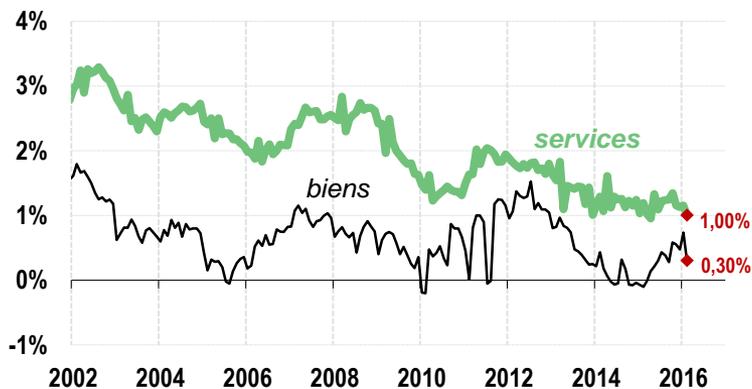
> Les prix du pétrole

Brent EUR/bbl



> Inflation sous-jacente

Hors alimentaire et énergie



> Anticipations d'inflation

Forward 5ans5ans



Le 7 mars 2016



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

Recherche Economique Groupe _ 9

Inflation basse, signe d'une économie déprimée

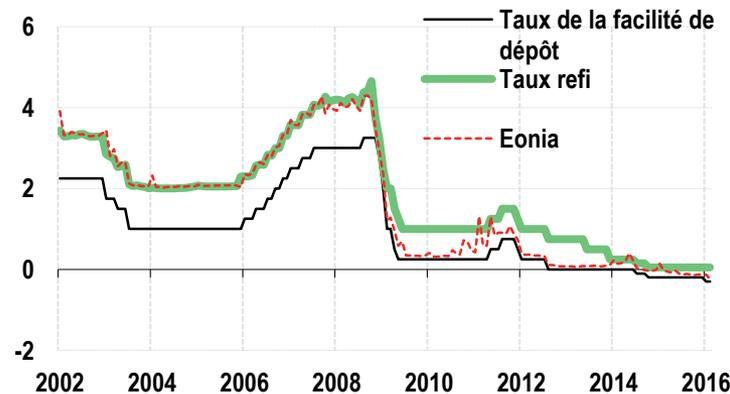
- Une inflation basse peut être une bonne ou une mauvaise chose, selon qu'elle est voulue ou, au contraire, subie.
- Le plus souvent cette distinction revient à se demander si le phénomène est lié à un choc d'offre (positif) ou de demande (négatif).
 - Une élévation de la productivité permet de produire davantage à un coût inchangé, voire réduit, induisant une pression à la baisse sur les prix → Le pouvoir d'achat des ménages et la compétitivité des entreprises en bénéficient
 - Le ralentissement de l'inflation lié à une demande insuffisante est d'abord le symptôme d'une économie déprimée. Dans ce cas, une inflation basse a surtout des effets négatifs sur les perspectives de revenus et la solvabilité des agents économiques.
- La faiblesse actuelle de l'inflation en zone euro reflète une demande insuffisante...
 - La crise mondiale de 2008-2009 puis celle des dettes souveraines en zone euro de 2010-2012 se sont traduites par deux récessions consécutives (double dip) et une hausse marquée du chômage
- ...même si des facteurs d'offre sont aussi à l'œuvre
 - « Dévaluation interne » au Sud de l'Europe
 - Baisse des prix du pétrole



Politique conventionnelle

- La politique monétaire conventionnelle de la BCE prend la forme d'un corridor de trois taux d'intérêt : un taux de refinancement principal (taux refi) et deux taux appliqués aux facilités permanentes - la facilité de dépôt et la facilité de prêt marginale - qui constituent respectivement les bornes inférieure et supérieure du corridor.
- A chaque instant, une banque qui veut emprunter des liquidités peut soit recourir au marché interbancaire soit se refinancer auprès de la BCE. Symétriquement, une banque qui dispose de liquidités excédentaires peut soit les prêter sur le marché interbancaire soit les déposer auprès de la BCE. Par le jeu des arbitrages, le taux sur le marché monétaire fluctue entre le taux refi et le taux de rémunération des dépôts.

➤ Taux directeurs et taux monétaire



Politique conventionnelle

- L'objectif de la BCE est de ramener l'inflation vers un niveau proche de 2% à moyen terme. Dans le contexte actuel, le respect de cet objectif passe par une stimulation de la demande.

- Traditionnellement, la BCE agit sur la demande par le biais de la politique dite « conventionnelle » de pilotage des taux d'intérêt.
 - En abaissant le taux directeur, la banque centrale fait pression sur les taux courts et cet effet se transmet aux taux longs - les plus pertinents pour le financement de l'économie - par le jeu des anticipations.
 - Les taux longs sont la moyenne des taux courts anticipés.

- En réduisant les coûts de financement, la baisse des taux d'intérêt ôte une contrainte à l'investissement. Elle agit aussi sur la consommation, soit en décourageant l'épargne, soit via l' « effet richesse » (le prix des actifs est inversement lié aux niveaux des taux d'intérêt).

La contrainte du taux 0% ?

- Pour contrer les pressions inflationnistes, la banque centrale peut théoriquement monter ses taux sans limite. En revanche, quand il s'agit de contrer les pressions déflationnistes, il y a un plancher
- Longtemps, ce dernier était considéré être 0% (on parle de *zero lower bound*)
 - L'arbitrage entre la détention d'avoir sous forme monétaire (non rémunérée) ou sous forme de titres (rémunérés) implique, en théorie, la non-négativité des taux d'intérêt..
 - En pratique cependant, la détention de monnaie ne vient pas sans coût. Ces derniers sont liés au stockage et au transport de la monnaie physique.
- Le plancher effectif de la politique de taux n'est donc pas 0% mais 0% moins les coûts de stockage et de transport de la liquidité.

Taux de la facilité de dépôt négatif

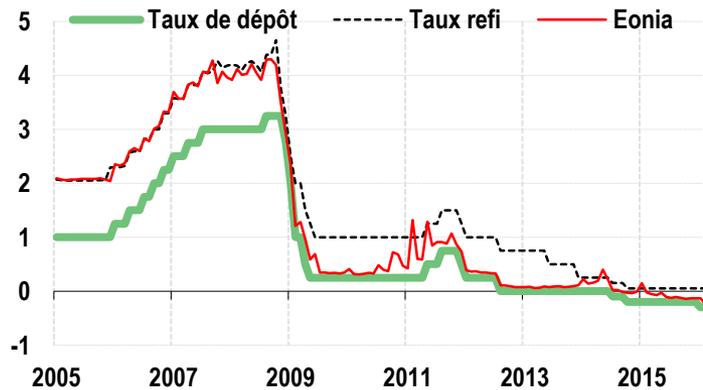
- Cinq banques centrales opèrent aujourd'hui avec des taux négatifs, parmi lesquelles la Banque centrale européenne
- En zone euro, la politique de taux négatifs est appliquée via le taux sur la facilité de dépôt, passé sous 0% en juin 2014 et aujourd'hui établi à -0,40%. Concrètement cela signifie que les banques commerciales s'acquittent d'une pénalité de 0,40% sur le montant des réserves excédentaires déposées auprès de la BCE
- Le passage en territoire négatif a permis de faire baisser les taux d'intérêt sur le marché monétaire, eux-mêmes devenus négatifs
- Il a aussi permis une dépréciation du change qui, sans être un objectif de politique monétaire, est déterminante pour l'évolution des prix à la consommation



Taux de la facilité de dépôt négatif

Sources Eurostat, Bloomberg

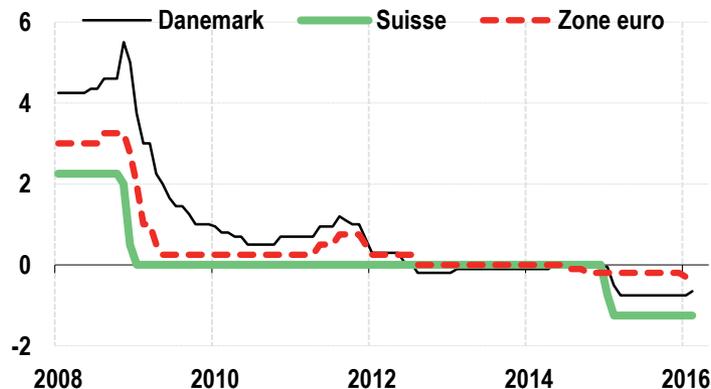
> Taux directeurs et taux monétaire



> Euro/Dollar



> Des taux négatifs en Europe



- Depuis octobre 2008 la BCE conduit ses opérations de refinancement à taux fixe en servant la totalité des demandes.
- Face à cette abondance de liquidité, l'Eonia s'est rapproché du taux de la rémunération de la facilité de dépôt, faisant de ce dernier le taux réellement « directeur » de la BCE



Politiques non conventionnelles

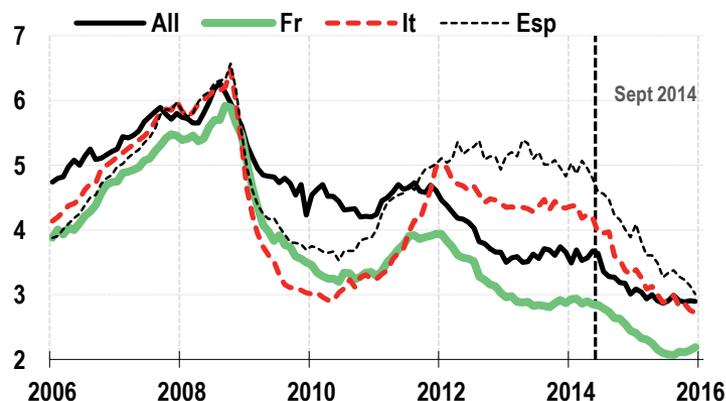
- Au voisinage du plancher effectif, la conduite de la politique monétaire dépend étroitement d'outils non conventionnels
- La Banque centrale prend alors des mesures de *Credit Easing* et de *Quantitative Easing*



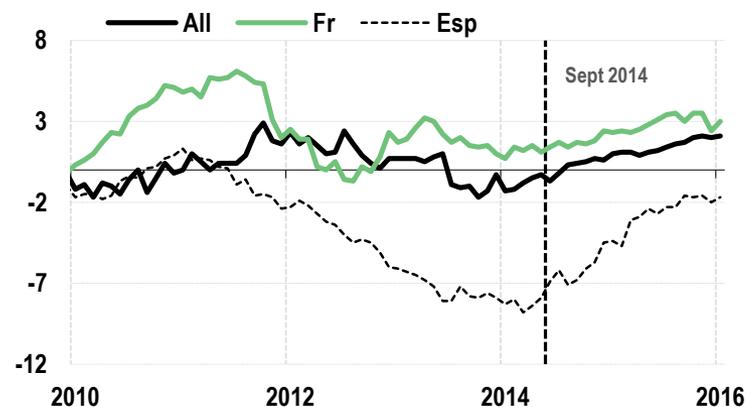
Credit Easing : les T-LTRO

- Targeted Long-Term Refinancing Operations
- 4 opérations de refinancement à long-terme (échéance 4 ans)
 - 1 opération par trimestre à partir de juin 2016 → jusqu'en mars 2017
 - Le volume de fonds empruntable dépend du stock de prêt au secteur privé à fin jan. 2016
 - Le coût d'emprunt est lié au volume de prêts octroyés : il varie en 0% et -0,4%
 - Opérations aux conditions très avantageuses qui assurent un financement stable et incitent à la génération de nouveaux prêts

➤ Taux d'intérêt bancaire (prêt <EUR 1mln)



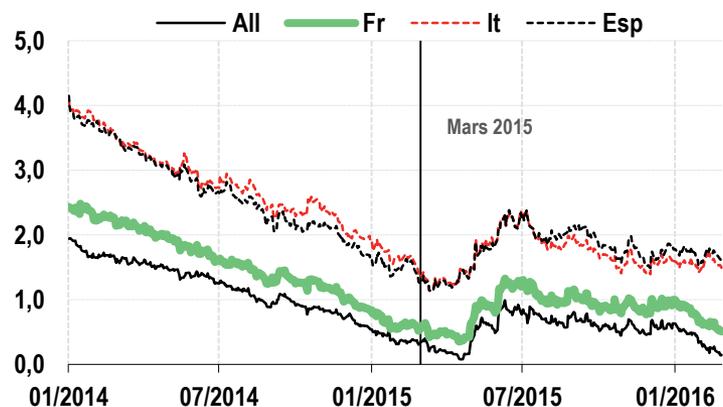
➤ Evolution encours de crédit SNF (a/a, %)



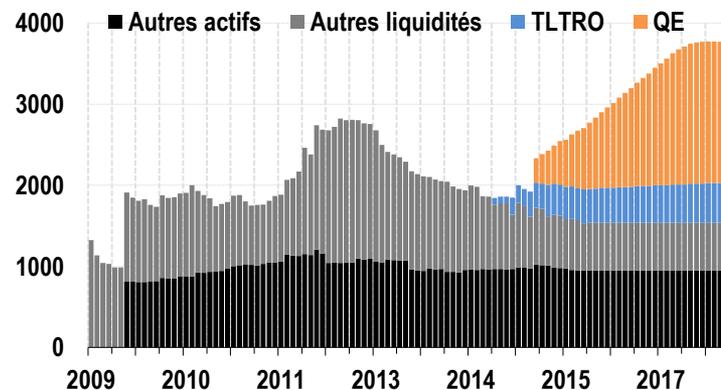
Quantitative Easing : les achats d'actifs

- Le QE permet à la BCE d'influencer les taux longs même si les anticipations concernant les taux futurs restent inchangées.
- Taille : EUR 80 mds /mois
 - **Essentiellement des titres d'Etat, mais aussi des dettes corporate *investment grade***
- Durée : au moins jusqu'en mars 2017
- Composition : proportionnelle au poids des pays dans l'union
 - Allemagne (25,6%) France (20,1%) Italie (17,5%) Espagne (12,6%)

➤ Rendements d'Etat 10 ans



➤ Bilan de la BCE (EUR mds)



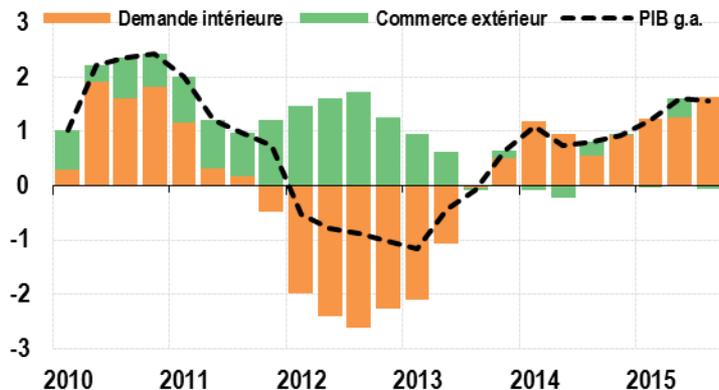
3 LES LIMITES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE



Des effets positifs...

- La BCE déploie un vaste arsenal pour ranimer la demande et par voie de conséquence l'inflation.
- Des effets positifs estimés
 - Sur le PIB : +1% entre 2015 et 2017 par rapport à un scénario sans soutien monétaire
 - Sur l'inflation : +0,5 point en 2016 ; + 0,3 point en 2017
- D'après les calculs de l'Université de Chicago, l'assouplissement serait équivalent à un taux directeur à environ -3,5%.

➤ Contribution à la croissance



➤ Shadow Refi rate



...mais insuffisants pour relancer l'inflation

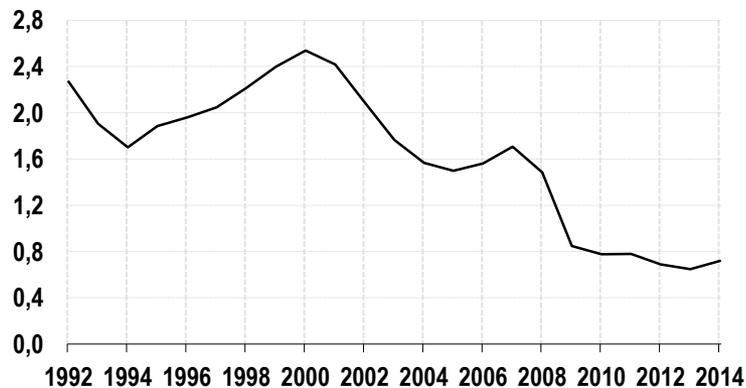
- Malgré ces effets positifs, la question de l'efficacité de la politique monétaire à relever, seule, l'inflation est régulièrement posée.
- La croissance des prix à la consommation demeure atone et, surtout, les anticipations d'inflation sont à nouveau orientées à la baisse.
- Les interrogations autour des limites de la politique monétaire font généralement référence à l'incapacité pour la Banque centrale d'abaisser le taux monétaire au niveau d'équilibre de l'économie – celui qui permet d'égaliser l'épargne et l'investissement au plein emploi.
- Alors que l'efficacité marginale des mesures tend à décroître. Le risque est que l'économie reste durablement en situation de sous-emploi



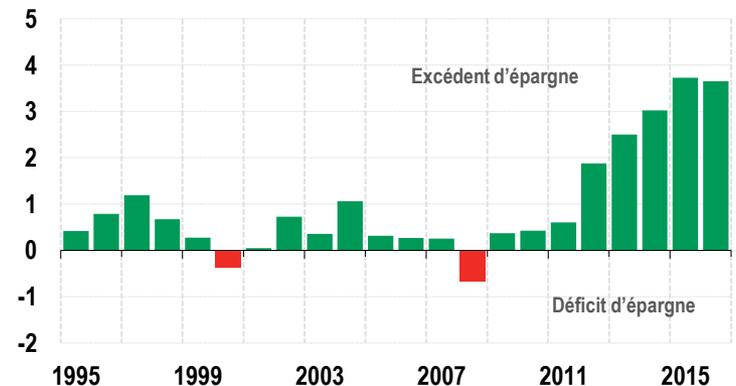
Des soutiens plus variés?

- Face à un déficit chronique d'investissement les autres champs de la politique économique devraient être mobilisés.
- Mario Draghi
 - « Il convient de conforter la reprise conjoncturelle en cours par des **politiques structurelles** efficaces [...] vitales pour accroître l'investissement productif, stimuler la création d'emplois et augmenter la productivité »
 - « Les **politiques budgétaires** doivent soutenir la reprise économique tous les pays doivent s'efforcer de mettre en place des politiques budgétaires propices à la croissance »

➤ Croissance potentielle UEM (%)



➤ Solde courant UEM (% PIB)



Recherche Economique Groupe

● William de Vijlder (Chief Economist)	+33.(0)1.55.77.47.31	william.devijlder@bnpparibas.com
OECD COUNTRIES		
● Jean-Luc PROUTAT (Head)	+33.(0)1.58.16.73.32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
● Alexandra ESTIOT (Works coordination - United States - United Kingdom - Globalisation)	+33.(0)1.58.16.81.69	alexandra.estiot@bnpparibas.com
● Hélène BAUDCHON (France short-term outlook & forecasts - Labour markets)	+33.(0)1.58.16.03.63	helene.baudchon@bnpparibas.com
● Frédérique CERISIER (Euro Area - European institutions and governance - Public finances)	+33.(0)1.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
● Thibault MERCIER (France structural reforms - European central bank watch)	+33.(0)1.57.43.02.91	thibault.mercier@bnpparibas.com
● Caroline NEWHOUSE (Germany, Austria, Ireland - Ageing, pensions - Consumption)	+33.(0)1.43.16.95.50	caroline.newhouse@bnpparibas.com
● Catherine STEPHAN (Spain, Portugal - World trade - Education, Health, Social conditions)	+33.(0)1.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
● Raymond VAN DER PUTTEN (Japan, Netherlands, Scandinavia - Energy, climate)	+33.(0)1.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
BANKING ECONOMICS		
● Laurent QUIGNON (Head)	+33.(0)1.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
● Delphine CAVALIER	+33.(0)1.43.16.95.41	delphine.cavalier@bnpparibas.com
● Céline CHOULET	+33.(0)1.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com
● Laurent NAHMIA	+33.(0)1.42.98.44.24	laurent.nahmias@bnpparibas.com
EMERGING ECONOMIES AND COUNTRY RISKS		
● François FAURE (Head)	+33.(0)1.42.98.79.82	francois.faure@bnpparibas.com
● Christine PELTIER (Deputy Head - Methodology - China, Vietnam)	+33.(0)1.42.98.56.27	christine.peltier@bnpparibas.com
● Stéphane ALBY (Africa, French-speaking countries)	+33.(0)1.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
● Sylvain BELLEFONTAINE (Latin America - Methodology, Turkey)	+33.(0)1.42.98.26.77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
● Sarah CONFALONIERI (Africa, English and Portuguese-speaking countries)	+33.(0)1.42.98.74.26	sara.confalonieri@bnpparibas.com
● Pascal DEVAUX (Middle East - Scoring)	+33.(0)1.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com
● Anna DORBEC (Russia and other CIS countries - Commodities)	+33.(0)1.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
● Hélène DROUOT (Asia)	+33.(0)1.42.98.33.00	helene.drouot@bnpparibas.com
● Johanna MELKA (Asia - Capital flows)	+33.(0)1.58.16.05.84	johanna.melka@bnpparibas.com
● Alexandra WENTZINGER (Africa, Brazil)	+33.(0)1.55.77.80.60	alexandra.wentzinger@bnpparibas.com
STATISTICS		
● Tarik RHARRAB (Economic modelling, Main contact)	+33.(0)1.43.16.95.56	tarik.rharrab@bnpparibas.com
● Sylvie BARBET	+33.(0)1.42.98.05.73	sylvie.barbet@bnpparibas.com
● Veary BOU	+33.(0)1.42.98.05.27	veary.bou@bnpparibas.com
● Patrick CAPELLERE	+33.(0)1.43.16.95.57	patrick.capeillere@bnpparibas.com
COMMUNICATION & IT		
● Michel BERNARDINI (Public Relation Officer)	+33.(0)1.42.98.05.71	michel.bernardini@bnpparibas.com



Recherche Economique Groupe



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



ECO EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments mentionnés dans le présent document. Toute référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter et vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document n'est destiné qu'à une clientèle d'investisseurs professionnels. Il n'est pas destiné à des clients relevant de la gestion privée et ne doit pas leur être communiqué. Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine, à des investisseurs institutionnels américains de premier rang uniquement. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2012). Tous droits réservés.

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application iPad EcoNews.

<http://economic-research.bnpparibas.com>



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

Recherche Economique Groupe _ 24