



La politique monétaire en zone euro

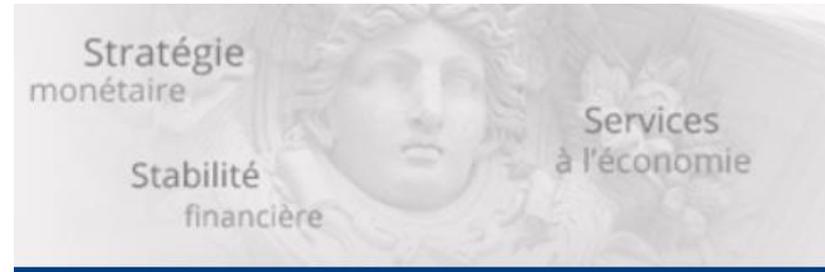
Giulia Sestieri

Banque de France
Direction des Etudes Monétaire et Financières

13 mai 2022

STRATÉGIE MONÉTAIRE

L'une des 3 principales missions de la BdF



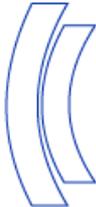
4 perspectives dans cette présentation:

1/ Mandat de l'Eurosystème et rôle de la Banque de France

2/ La politique monétaire: mesures conventionnelles et non-conventionnelles

3/ La crise du Covid : la réponse de l'Eurosystème et les enjeux actuels

4/ Revue de la stratégie de politique monétaire 2020/21



LE MANDAT DE L'EUROSYSTÈME

- « 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 économiques générales dans l'Union (...) »

Traité sur l'Union Européenne, §1, Chapitre 2, Article 127 (Version 2016).

- La définition quantitative de la stabilité des prix par la BCE a évolué au cours du temps :
 - 1998 : inflation inférieure à 2%.
 - 2003 : maintenir le taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de, 2 % à moyen terme.
 - 2021 : 2% à moyen terme.

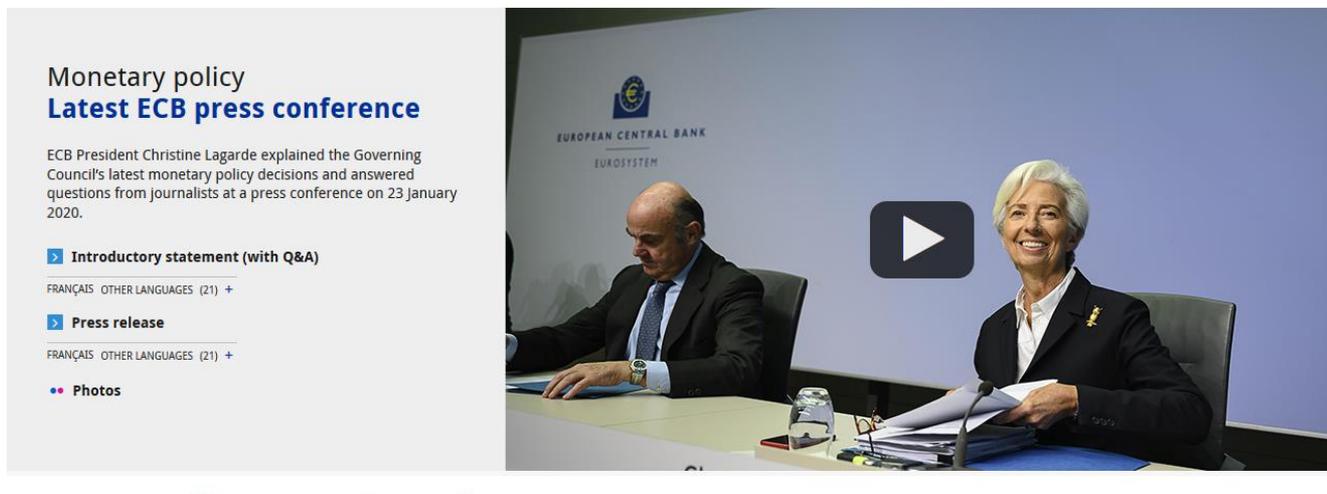
LE CONSEIL DES GOUVERNEURS DE LA BCE

- Principal organe de décision de la BCE.
- Composition:
 - les 6 membres du directoire de la BCE
 - les gouverneurs des BCN des 19 pays de la ZE.
- Responsabilités:
 - définir la politique monétaire de la zone euro.
 - contrôle bancaire: cadre général de la surveillance prudentielle.
- Directoire BCE : Président(e), vice-président, 4 autres membres



LE CONSEIL DES GOUVERNEURS

- Toutes les six semaines : réunions « monétaires » régulières du CGouv.
- Évaluation des évolutions économiques, financières et monétaires
- Décisions de politique monétaire.



- Conférences de presse:
<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/html/index.en.html>
- Comptes-rendus (“Accounts”):
<https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/html/index.en.html>



RÔLE DE LA BANQUE DE FRANCE ET DES BCN DANS LA STRATÉGIE MONÉTAIRE DE L'EUROSYSTEME

- **Préparation des décisions de politique monétaire:**
 - **Collecte des statistiques monétaires, Enquêtes**
 - **Analyses** à destination des Gouverneurs lors des Cgouv: projections macroéconomiques, conditions monétaires, options de politique monétaire. Participation au MPC (comité Eurosysteme).
 - **Études et recherches**
- **Mise en œuvre de la politique monétaire** auprès des contreparties FR, expertise de marché :
 - **Opérations de politique monétaire** : refinancements, achats d'actifs
- **Mise en circulation des pièces et billets de banque**



5 PERSPECTIVES DANS CETTE PRÉSENTATION

1/ Mandat de l'Eurosystème et rôle de la Banque de France

2/ La politique monétaire: mesures conventionnelles et non-conventionnelles

3/ La crise du Covid : la réponse de l'Eurosystème et les enjeux actuels

4/ Revue de la stratégie de politique monétaire



LA POLITIQUE MONÉTAIRE CONVENTIONNELLE

- Principaux instruments de politique monétaire «conventionnelle» :
les **taux directeurs**
 - taux des prêts de la banque centrale aux banques commerciales
 - taux des dépôts à la banque centrale
- La politique monétaire ne contrôle pas (directement) la quantité de monnaie.
- Taux directeurs= outils dits «**conventionnels**».
Complétés depuis la crise de 2008 par une série de mesures, dites «non conventionnelles».

LA POLITIQUE MONÉTAIRE CONVENTIONNELLE: LES TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEURS

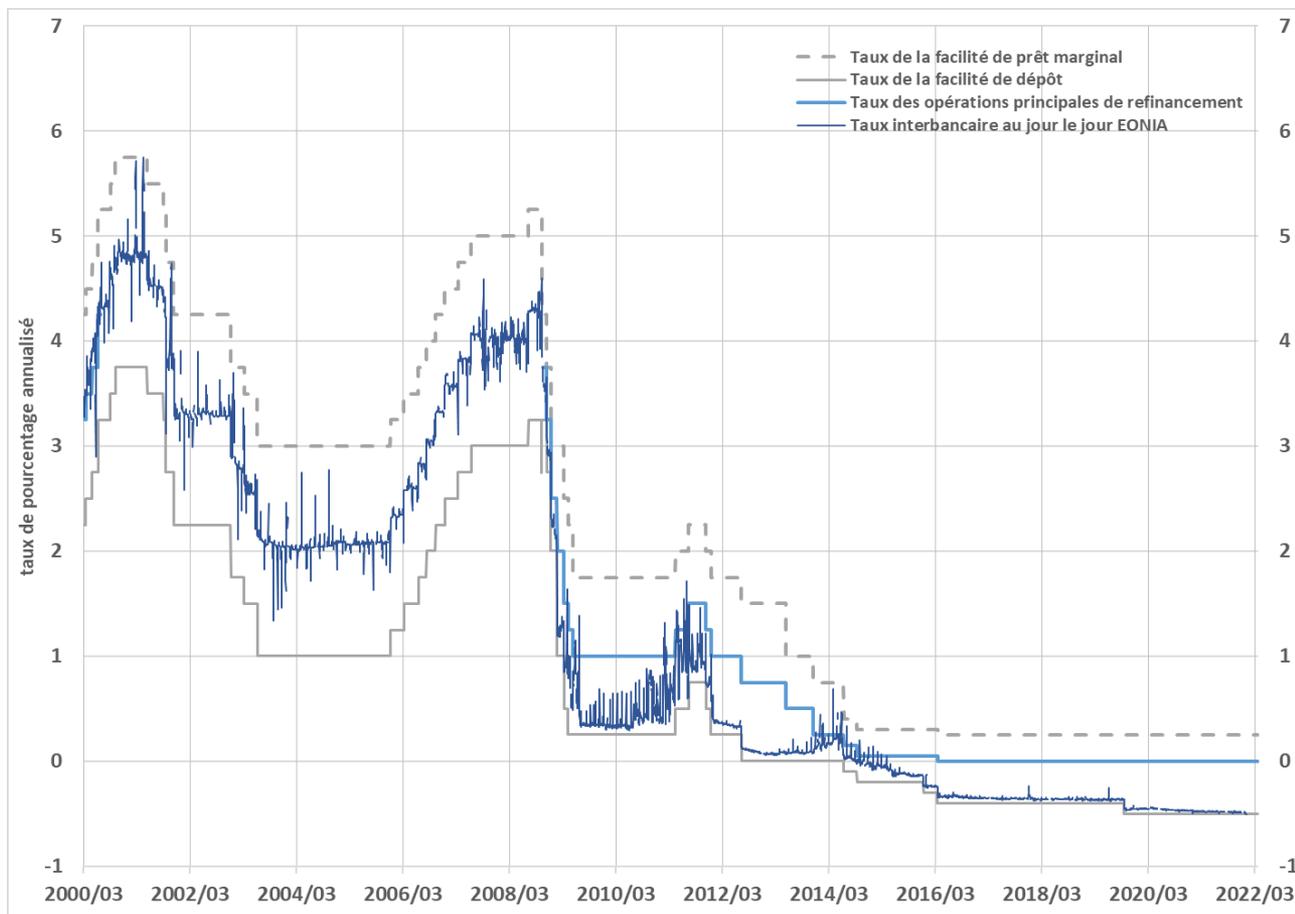
Dans le cadre de la gestion de leur trésorerie, les banques commerciales ont trois possibilités :

- Emprunter ou prêter sur le marché interbancaire
 - un taux à 24 heures s'établit selon le jeu de l'offre et de la demande : il s'agit du taux **Eonia** (*Euro OverNight Index Average*)/ **€STR** (*Euro short-term rate*) depuis 2019.
- Emprunter à la banque centrale
 - pour une durée d'une semaine, au **taux des opérations principales de refinancement (MRO)**,
 - pour 24 heures, à un taux plus élevé, le **taux de la facilité de prêt marginal (MLF)**.
- Déposer à la banque centrale au taux de la **facilité de dépôt (DFR)**

LE CORRIDOR DES TAUX (JUSQU'EN 2008)

L'Eonia s'établit *entre* le **taux de la facilité de dépôt**, qui sert de taux « plancher », et le **taux de la facilité de prêt marginal**, qui constitue le taux « plafond ».

On parle de corridor des taux d'intérêt (jusqu'en 2008), puis de plancher (en situation d'excès de liquidité; le taux Eonia/€STR s'établit à un niveau proche du taux de la facilité de dépôt).



Source: SDW



LES CANAUX DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE CONVENTIONNELLE

- L'action sur les taux directeurs se transmet à l'ensemble de l'économie réelle suivant différents canaux (interdépendants):
 - taux d'intérêt à différents maturités; taux de change, prix des actions, crédit bancaires, anticipations...
- Qui affectent investissement, consommation, imports, exports,...
- Transmission à l'inflation via la courbe de Phillips sur les prix et salaires, le prix des importations,...

CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

UNE RÉFÉRENCE: LA RÈGLE DE TAYLOR

- Principe: le taux directeur, **instrument** de la politique monétaire, réagit à l'écart à **objectif** d'inflation (taux d'inflation inférieur à, mais proche de 2%)
- Formalisation : règle d'ajustement du taux d'intérêt nominal, i_t :

$$i_t = \pi_t + r^* + a_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + a_y(y_t - y_t^*)$$

- où π_t est le niveau d'inflation,
- r^* est le taux d'intérêt « naturel »,
- π_t^* est la cible d'inflation,
- y_t est le niveau du PIB,
- y_t^* est le niveau du PIB potentiel,
- a_π et a_y , des coefficients de pondération (plus ou moins d'importance accordée à l'inflation ou au PIB).



2008-2022: CRISES ET NOUVEAUX DÉFIS

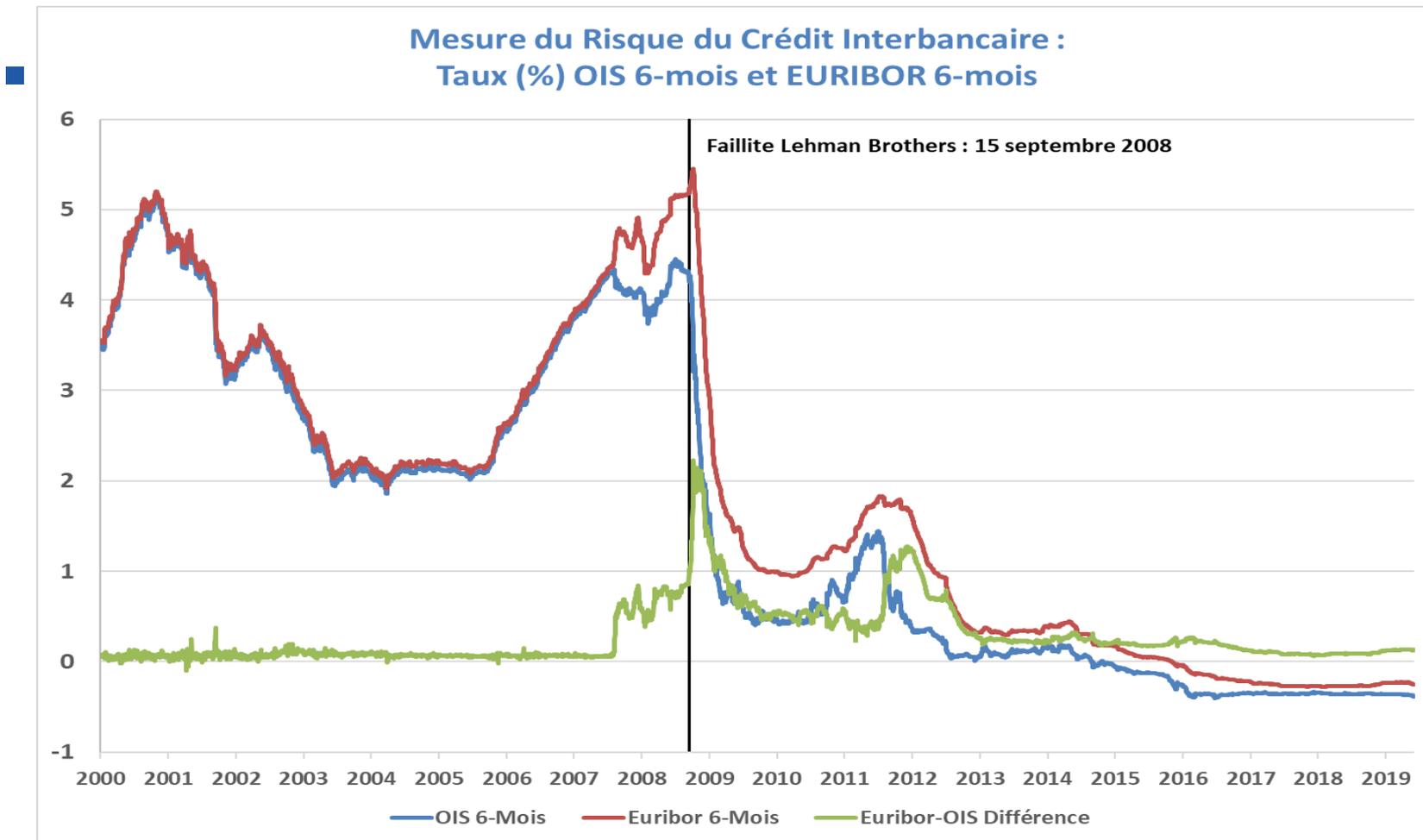
- 2008-2009 : crise financière puis récession mondiale
 - Déclenchement: faillite de Lehman Brothers (15/9/2008), gel des marchés financiers, risque de défaut et hausse des spreads
- 2010- 2012: crise de la dette souveraine en zone euro
- 2014 : risques de déflation et de désancrage des anticipations d'inflation
- 2020 – 2022 : crise Covid, avec des tensions sur les prix en sortie de crise
- 2022 : conflit russo-ukrainien



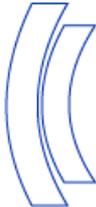
LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008

- Au lendemain de la faillite de la banque américaine d'investissement Lehman Brothers (15 septembre 2008), les marchés financiers et bancaires mondiaux se **tétanisent** :
 - les banques, qui ont enregistré des fortes pertes sur leur bilan, ne **veulent plus se prêter entre elles** car elles ne se font plus mutuellement confiance.
 - Pour prêter leur argent et se couvrir contre le risque de défaut, les investisseurs privés demandent des taux toujours plus élevés.
 - Début du ralentissement de l'activité économique qui se transformera finalement en récession mondiale.
- => Première réponse conventionnelle de la BCE avec une baisse des taux directeurs (taux MRO de 4,5% en juillet 2008 à 1% en mai 2009).**

CRISE DE CONFIANCE SUR LE MARCHÉ INTERBANCAIRE EN 2008



Source : Bloomberg.



UNE PREMIÈRE RÉPONSE NON CONVENTIONNELLE

« THE ENHANCED CREDIT SUPPORT »

Fin 2008 : mise en œuvre d'un paquet de mesures, **Enhanced Credit Support**, visant à relancer l'activité interbancaire et le financement à l'économie. Il comprend:

- une mesure de taux, le **Fixed Rate Full Allotment (FRFA)** : opérations de refinancement à taux fixe avec allocation pleine et entière ;
- une mesure de type **forward guidance** sur l'excès de liquidité: communication du Conseil des Gouverneurs sur la durée du FRFA ;
- mesures sur le cadre du **collatéral** : élargissement de l'assiette de titres pouvant être déposés en pension lors des opérations de refinancement au sein de l'Eurosystème ;
- une mesure de liquidité, les **LTRO** (*Long term refinancing operations*), des prêts à long terme accordés aux banques ;
- mise en place de « swap lines » en dollar avec la Fed.

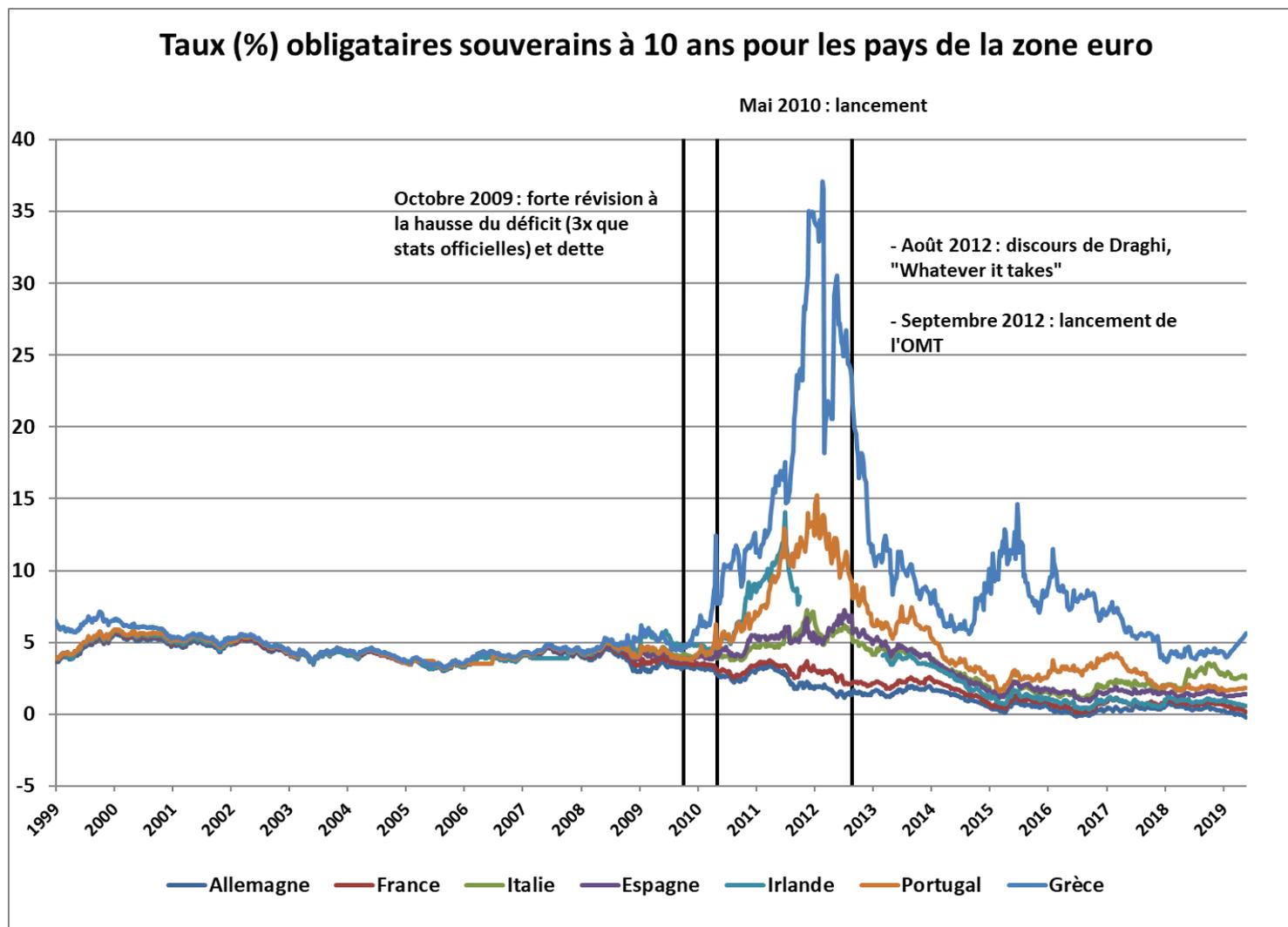


LA CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE EN ZONE EURO (2010-12)

- La crise financière et la grande récession ont impacté les finances publiques.
- Les écarts de rendement des titres d'État se sont sensiblement accrus dans la zone euro, en particulier dans les pays où les déficits ont fortement augmenté et où d'interventions visant à consolider le secteur bancaire ont eu lieu.
- Les dettes publiques ont augmenté fortement à Chypre, en Grèce, en Irlande, au Portugal et en Espagne. Dans une certaine mesure au moins, le risque a été transféré du secteur financier vers les bilans du secteur public, ce qui a entraîné une détérioration des positions budgétaires.
- Certains des pays touchés ont eu besoin d'une forme de programme d'ajustement avec une assistance financière : Irlande (2010), Portugal, Chypre (2011) et Espagne (2012).

CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE EN 2010-2012

RISQUE DE FRAGMENTATION EN ZONE EURO



Source : Bloomberg.



UNE DEUXIÈME RÉPONSE NON CONVENTIONNELLE : LE SMP

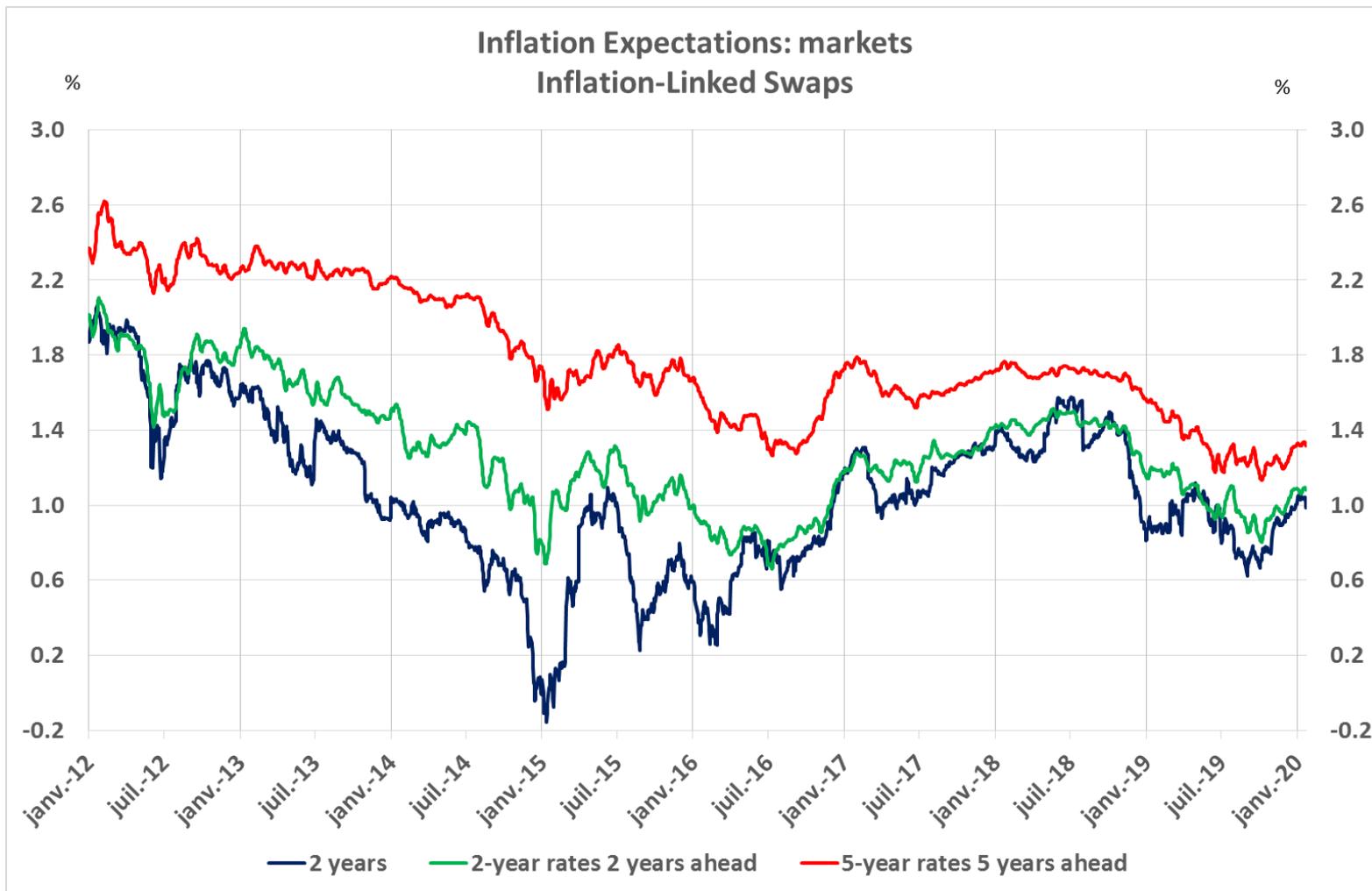
- Lancé le 10 mai 2010, le **Securities market programme** consiste en le rachat d'obligations souveraines des États de la zone euro (pour environ 200 Mds):
*« afin de garantir la profondeur et la **liquidité** des compartiments de marché qui connaissent des dysfonctionnements et affectent le **mécanisme de transmission de la politique monétaire** »*
- Le SMP respectait le « principe de séparation », cad la conduite de la politique monétaire était axée sur la fixation de taux directeurs et les opérations de marché visaient à garantir la bonne transmission des taux directeurs à l'économie.
 - Les achats dans le cadre du SMP n'ont pas donné lieu à de la création monétaire: la BCE a procédé à la « **stérilisation** » de ses interventions
 - La BCE retirait le même montant de liquidité crée en rachetant les titres de dette publique sous la forme de dépôts à terme rémunérés.
- Les interventions du SMP ont exercé des pressions à la baisse sur les rendements souverains et en ont réduit la volatilité pour la plupart des pays, mais elles n'ont pas empêché la hausse des spreads souverains.



UNE DEUXIÈME RÉPONSE NON CONVENTIONNELLE : LES OMT

- A la mi-juillet 2011, les tensions financières se sont à nouveau intensifiées suite à la contagion de l'accord de restructuration de la dette souveraine grecque.
- La transmission monétaire est restée gravement entravée par la persistance d'instabilités bancaires qui ont limité les flux de crédit à l'économie.
- La crise de la dette souveraine se transforme de plus en plus en une double crise de la dette souveraine et crise bancaire.
- Le 26 juillet 2012, le président Draghi a prononcé un discours à Londres dans lequel il a assuré que : *"Dans le cadre de notre mandat, la BCE est prête à faire tout ce qu'il faut pour préserver l'euro. Et croyez-moi, ce sera suffisant"*.
- En août 2012, la BCE a annoncé qu'il introduirait un programme de **Outright Monetary Transactions** (Opérations Monétaires sur Titres) qui consiste à acheter des obligations souveraines sur les marchés secondaires sous des conditions strictes, dans le but de *"... préserver une transmission appropriée de la politique monétaire et l'unicité de la politique monétaire"*.
- Les OMT ont remplacé le SMP et n'ont pas abouti sur l'achat de nouveaux titres.

2014-2015 : RISQUE DE DÉFLATION ET/OU DÉSANCORAGE



Source : Bloomberg.



RISQUES DE DÉFLATION ET/OU DÉSANCORAGE UN « QUATUOR » DE MESURES NON CONVENTIONNELLES

⇒ Une fois atteinte la borne inférieure zéro des taux d'intérêt fin 2013, la BCE a introduit des nouvelles mesures non conventionnelles pour faire face aux risques de déflation et ramener l'inflation vers la cible. Elle a ainsi *de facto* mis fin au principe de séparation.

- Achats d'actifs - *Quantitative easing*

Exemple: APP (*Asset Purchase Program*) débuté en 2014

- Fourniture étendue et ciblée de liquidités aux établissements de crédit à long-terme

Exemple: TLTRO (*Targeted Long-Term Refinancing Operations*)

- Taux d'intérêt négatifs

Exemple: DFR à -0.10% en juin 2014, à -0.50% aujourd'hui

- *Forward guidance* - guidage des anticipations sur les taux directeurs et les achats d'actifs

PROGRAMMES D'ACHAT D'ACTIFS: L'APP

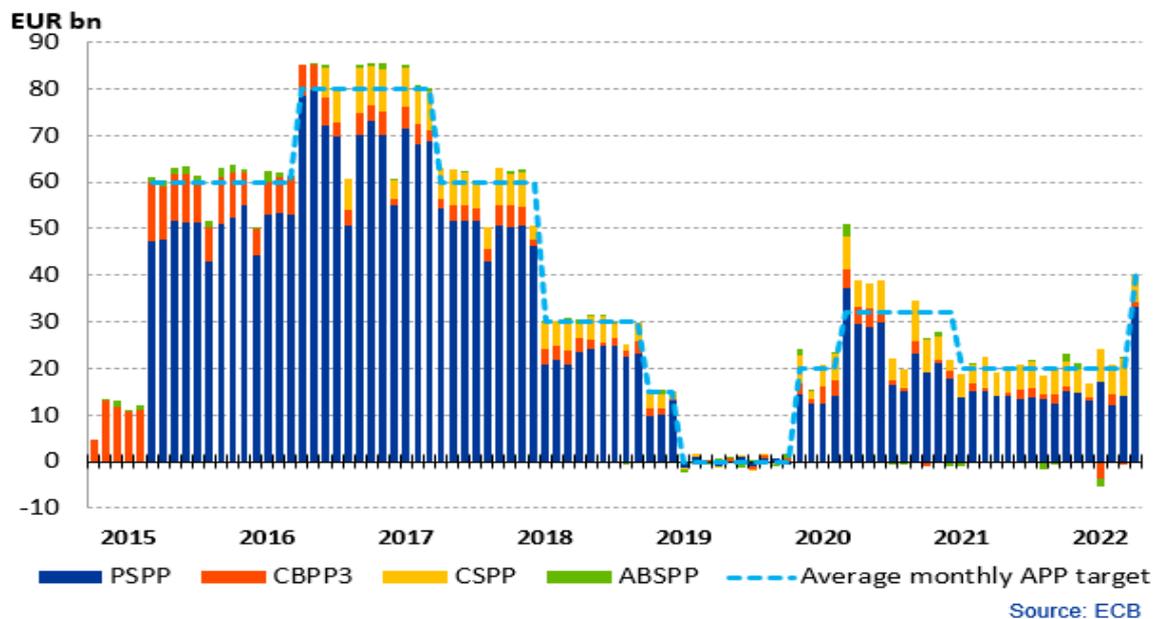
- Lancé en 2014, le programme d'achat d'actifs (APP) répartit les volumes d'achat de titres, **d'émetteurs publics comme privés**, entre quatre programmes ciblés:



- Les achats s'effectuent avec une **cible mensuelle**, introduite en mars 2015 avec le PSPP

L'APP EN CHIFFRES

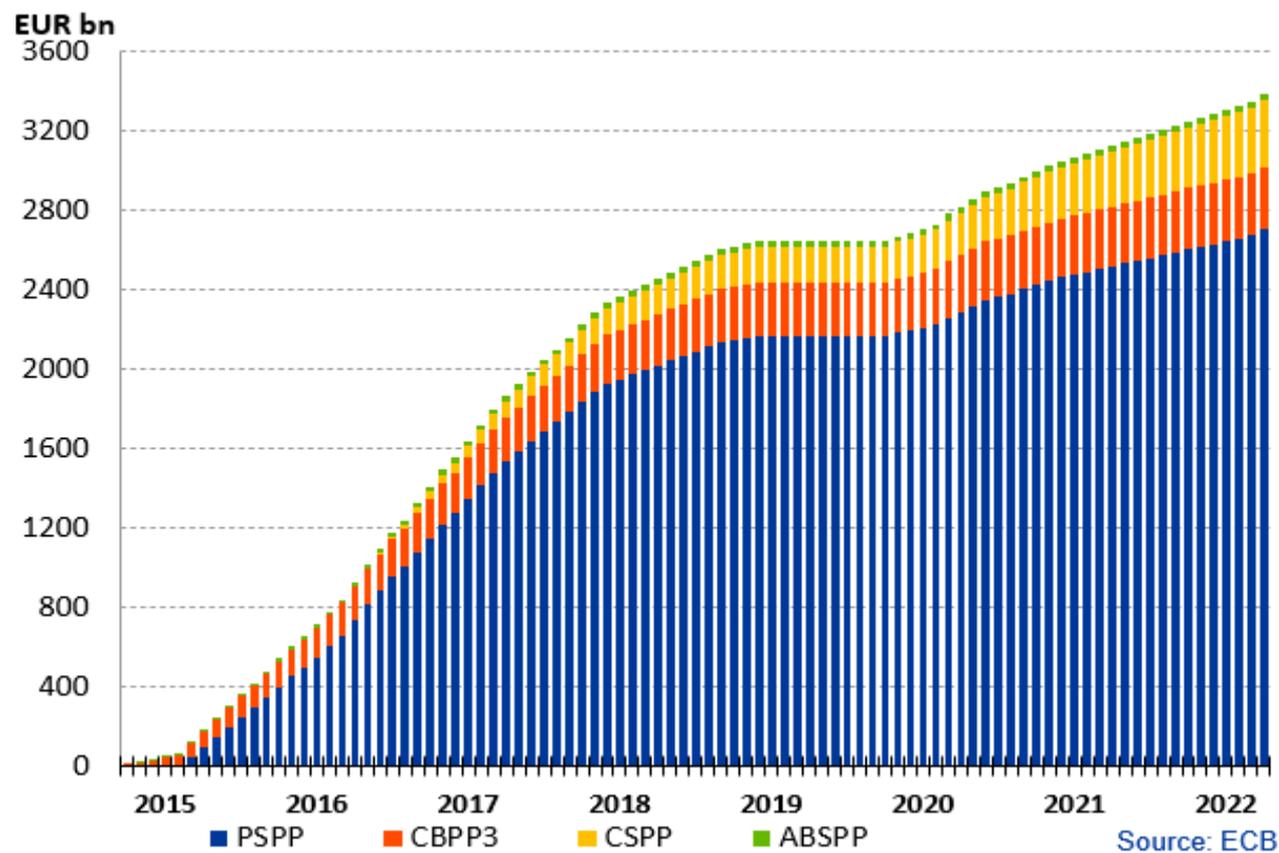
Achats nets mensuels

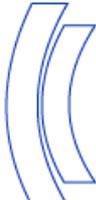


- Premier volet d'APP entre octobre 2014 et décembre 2018
- En septembre 2019, annonce de la reprise des achats nets avec une cible de 20 Mds à partir de novembre, nouvelle enveloppe de 120 Mds le 12 mars 2020. **L'APP devrait se terminer au T3 2022.**
- La partie la plus conséquente des achats s'effectue sous le **PSPP** (achats à 90% d'obligations souveraines et 10% de supranationales). Seulement 20% de ces titres sont soumis à un régime de partage des pertes.
- *Description du programme:* <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html> et notice en français

ACHATS CUMULÉS SOUS L'APP

- Le stock d'achats représente **3218 Mds** en avril 2022



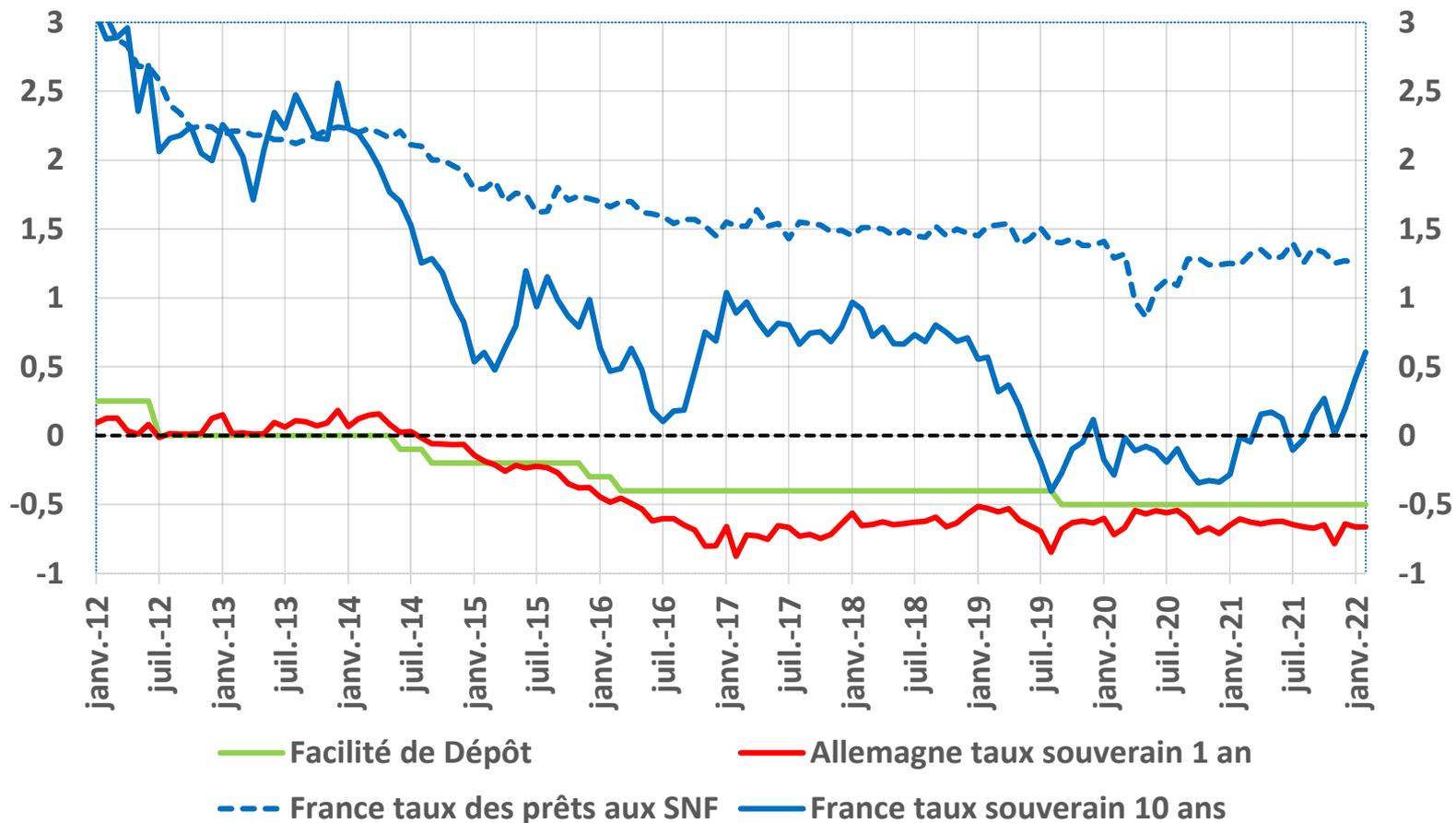


TARGETED LONG TERM REFINANCING OPERATIONS

- Annonce en juin 2014 d'une série de **Targeted Long Term Refinancing Operations (T-LTROs)**
 - Prêts de liquidité à long terme aux banques (jusqu'à 4 ans)
 - T-LTROs , des **opérations ciblées** : le taux d'intérêt auquel les banques peuvent emprunter baisse avec la quantité de crédit distribuée aux sociétés non financières (et ménages, hors crédits immobiliers).
- Annonce en mars 2016 d'une nouvelle série de T-LTROs « TLTRO 2 »
- Annonce en mars 2019 (recalibrages en mars, avril et décembre 2020): TLTRO 3, avec un **taux d'emprunt favorable pouvant aller jusqu'à -1%** (depuis avril 2020), de **50 points de base inférieur au taux de la facilité de dépôt**
- Description du programme [en français](https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html) et informations complètes avec ce lien:
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html>

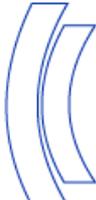
LES TAUX NÉGATIFS – ET LEUR TRANSMISSION

Différents taux d'intérêts (% annuel)



Source : Bloomberg

On parle de *Zero Lower bound (ZLB)* et d'*effective lower bound (ELB)*



FORWARD GUIDANCE SUR LES TAUX: EXEMPLE

*“The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present levels until it sees inflation reaching 2% **well ahead of the end of its projection horizon and durably for the rest of the projection horizon**, and it judges that **realised progress in underlying inflation is sufficiently advanced to be consistent with inflation stabilising at 2% over the medium term.**”*

*C.Lagarde, Présidente de la BCE,
22 juillet 2021*

- **Forward guidance** (« guidage prospectif ») indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs.
- **Objectif:** influencer la « courbe des taux » et agir sur les conditions financières, même lorsque les taux courts sont contraints à zéro.



TRANSMISSION DES MESURES NON-CONVENTIONNELLES

Principaux canaux de transmission

De façon générale action sur les taux longs (pente de la courbe) et le taux de change

Effets de **signal**

- Baisse des anticipations sur les taux d'intérêt à court terme.
- Ancrage des anticipations d'inflation.

« Forward guidance », APP, TLTRO, OMT

Effets de **portefeuille**

Hausse des prix d'une large gamme d'actifs financiers *via* la réduction des primes de liquidité/duration.

APP, TLTRO, taux négatifs

Transmission directe

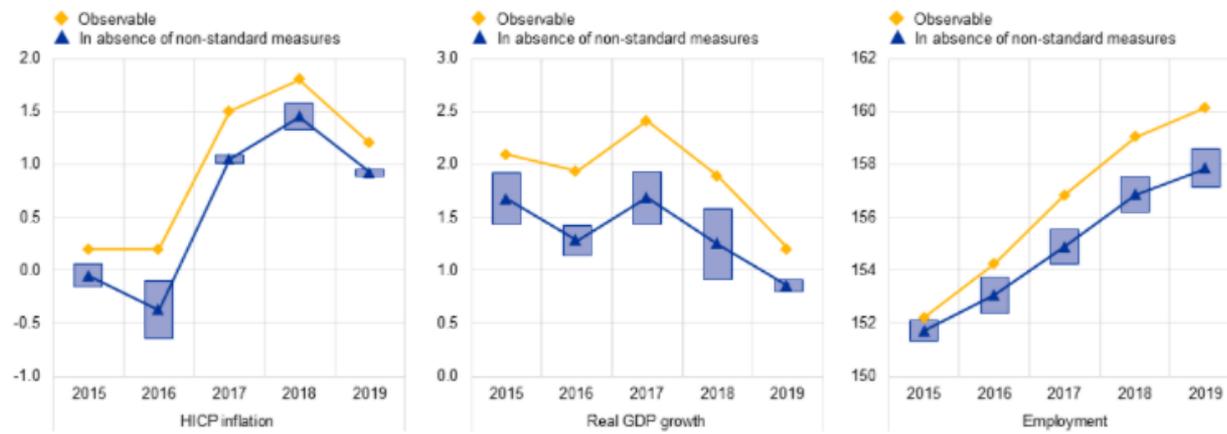
Réduction des taux d'emprunt des ménages et entreprises.

TLTRO, APP, taux négatifs, cadre du collatéral

ÉVALUATION DES MESURES NON-CONVENTIONNELLES (2014-2019)

No-measures counterfactual

(percentage points)



Source: ECB calculations.

Note: The boxplot depicts a range of assessments, comprising the Eurosystem staff assessment based on a suite of models and the assessment documented in Rostagno, M. et al., op. cit.

Source: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200221~d147a71a37.en.html>

- ***Sans les mesures non-conventionnelles***, pour la période 2015-2019 (cf. [discours](#) de P.Lane du 21/02/20):
 - L'**inflation** aurait été entre **0.3% et 0.5%** plus basse par an,
 - Le niveau estimé du **PIB réel** entre **2.5 et 3%** plus bas,
 - Et l'**emploi 2.5 millions** plus bas



5 PERSPECTIVES DANS CETTE PRÉSENTATION

1/ Mandat de l'Eurosystème et rôle de la Banque de France

2/ La politique monétaire: mesures conventionnelles et non-conventionnelles

3/ La crise du Covid : la réponse de l'Eurosystème et les enjeux actuels

4/ Revue de la stratégie de politique monétaire



LA CRISE DU COVID ET LA RÉPONSE DE L'EUROSYSTEME : PRINCIPALES MESURES

Achats d'actifs

- Extensions de l'APP (+120 milliards) [12 mars]
- Nouveau programme PEPP originel de 1350 milliards d'euros [18 mars et 4 juin], enveloppe étendue à 1850 milliards le 10 décembre 2020

TLTRO III (Opérations ciblées de refinancement à long terme) et autres opérations

- Tarification plus favorable. Taux d'intérêt de base réduit au niveau du taux MRO, et peut être aussi bas que (DFR-50 bp) [12 mars et 30 avril]
- PELTRO, LTRO bridge [12 mars et 30 avril]

Autres

- Accords de swaps entre banques centrales
- Extension du collatéral

Objectifs: - prévenir un « credit crunch »
- soutenir l'activité et l'inflation de moyen terme

Références:

Lettre au Président de la République : « Les économies française et européenne à l'épreuve de la Covid-19 » F. Villeroy de Galhau 2020

Billet blog n°166 « Les mesures de politique monétaire de l'Eurosystème face au COVID-19 » V. Grossmann-Wirth

Billet blog n°157 « L'action des banques centrales pour aider l'économie à survivre au Covid-19 » F Odendahl, A Penalver, U. Szczerbowicz



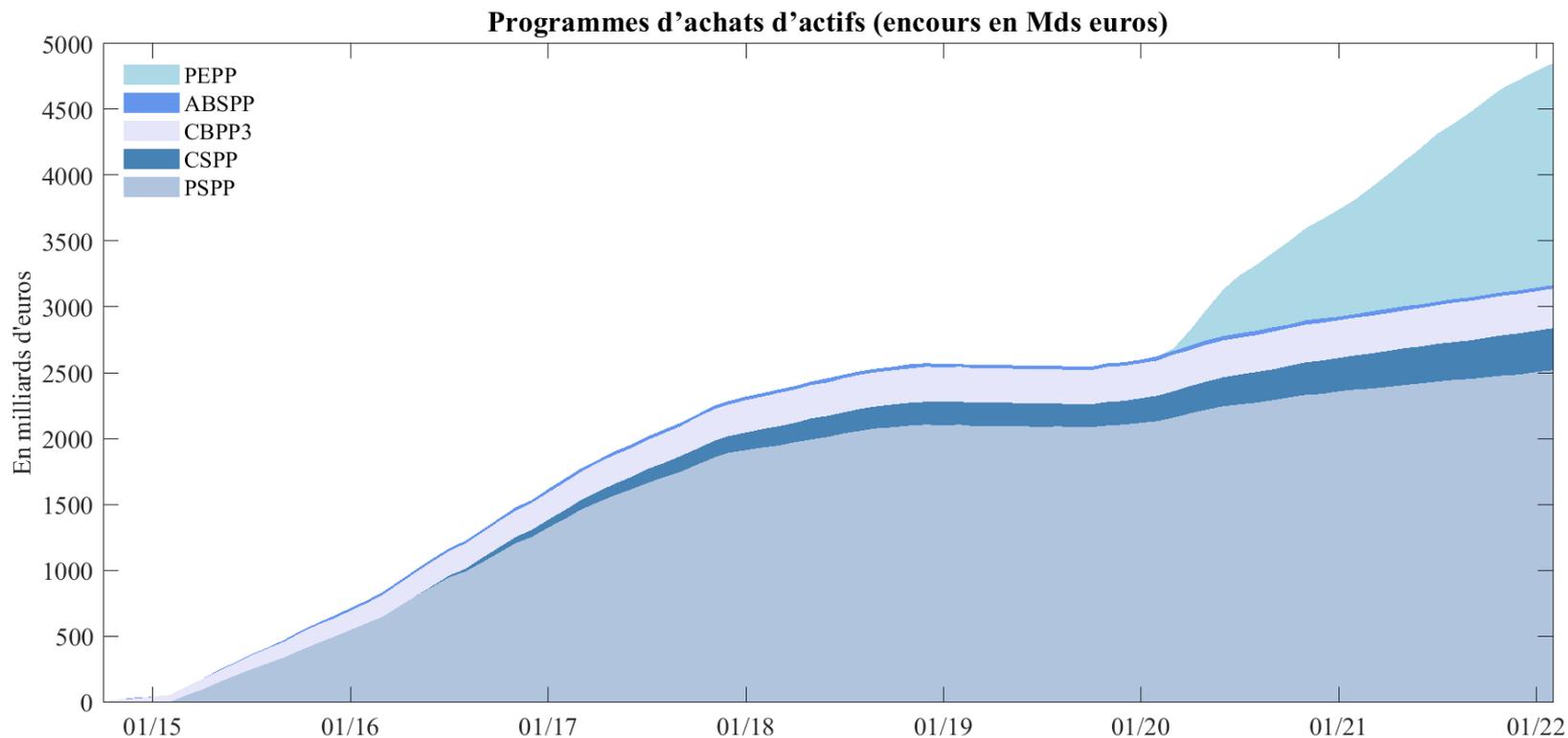
PROGRAMME D'ACHATS D'ACTIFS EN RÉPONSE AU COVID : LE PEPP

- Annoncé avec une enveloppe initiale de 750 Mds d'euros en mars 2020, augmentée de 600 Mds en juin 2020 et de 500 Mds en décembre 2020, pour un total **1 850 Mds** d'euros.
- Mesure à la fois accommodative pour faire converger l'inflation vers sa cible, mais aussi pour lutter contre le risque de **fragmentation**:

*«afin de faire face aux risques graves que la pandémie de COVID-19 et l'intensification de sa propagation font peser sur le **mécanisme de transmission** de la politique monétaire et les **perspectives économiques** de la zone euro » (18/12/2020)*

- **Flexibilité** dans le **temps**, entre **catégories d'actifs** et **juridictions** en fonction des conditions de financement.
- Fin des achats nets fin mars 2022.

COMPARAISON DES ACHATS DANS LE CADRE DU PEPP ET APP

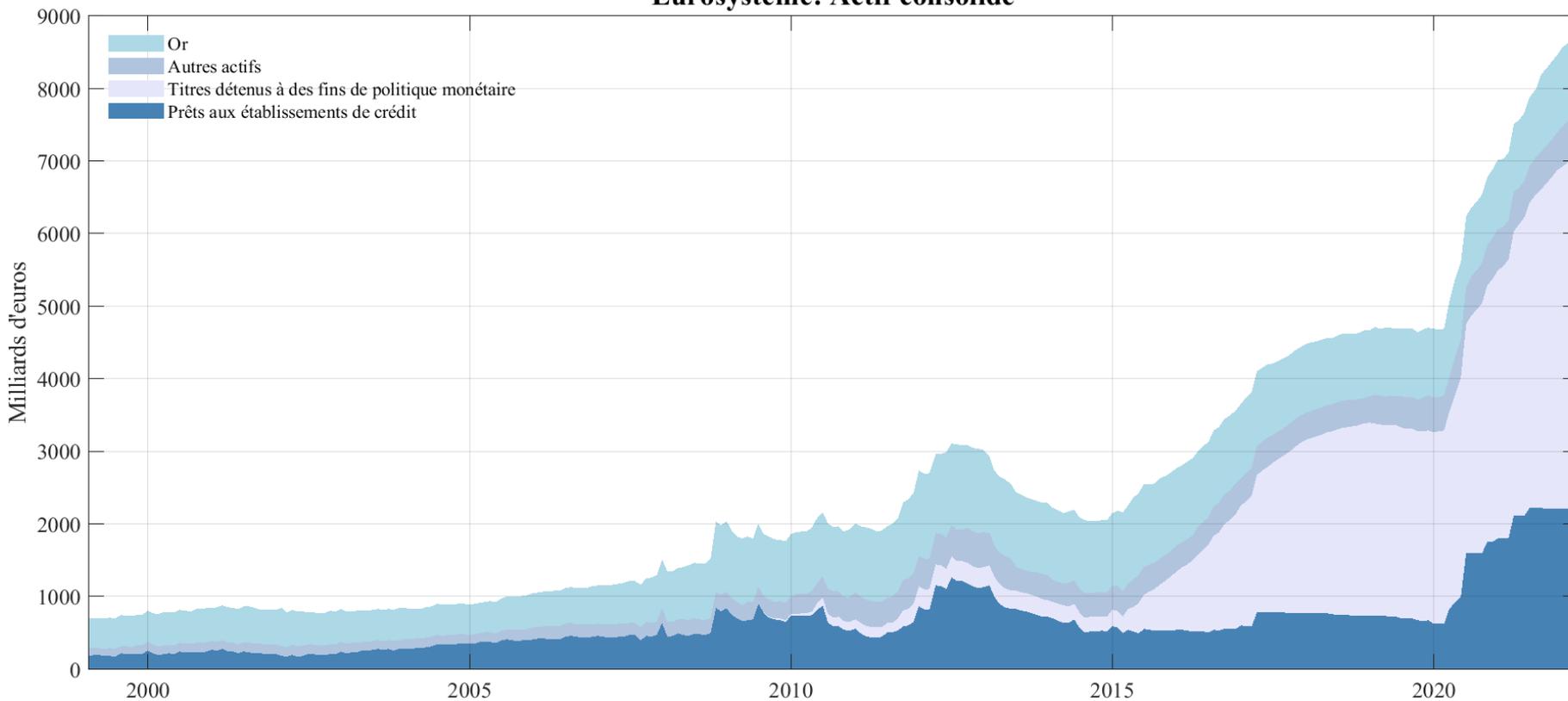


Source: BCE et calculs Demfi. Last update: 10/03/2022.



LES ACHATS D'ACTIFS

Eurosystème: Actif consolidé



Source: SDW et calculs Demfi



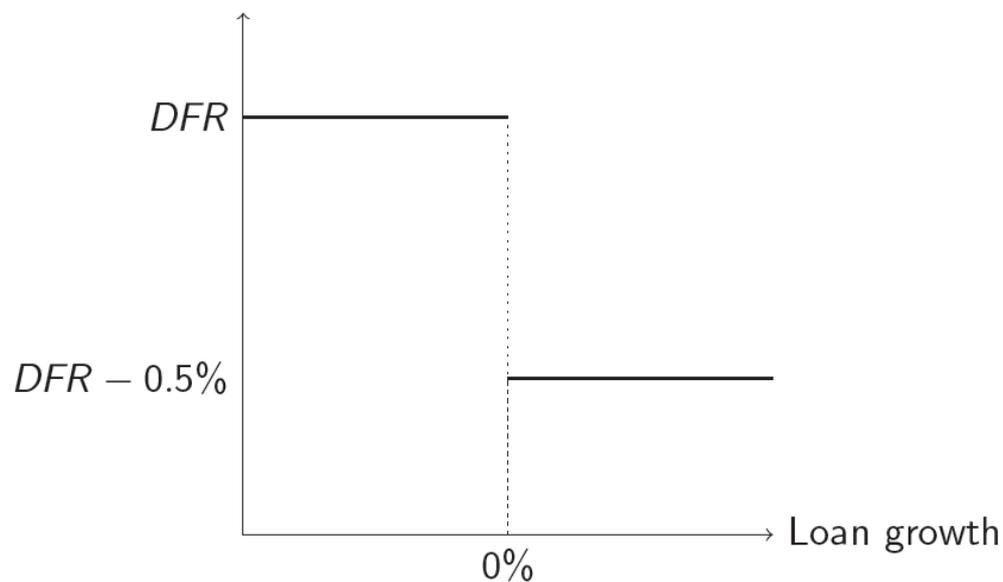
RÉINVESTISSEMENTS DU PEPP

- Le PEPP a été introduit en partie pour lutter contre le risque de fragmentation
- Le SMP était le premier instrument introduit par la BCE pour lutter contre la fragmentation
- Décision du 16 décembre 2021: « *En particulier en cas de **nouvelle fragmentation des marchés due à la pandémie, les réinvestissements au titre du PEPP pourront à tout moment être ajustés de façon souple dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions.** »*

SMP	PEPP	Réinvestissements du PEPP
<ul style="list-style-type: none">• Réabsorption de la liquidité dans la facilité de dépôt (dépôt à une semaine)• Obligations souveraines• Pas d'effet mécanique sur les agrégats monétaires• Pas de changement dans l'orientation de la politique monétaire	<ul style="list-style-type: none">• Pas de stérilisation• Flexibilité dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions• Mêmes catégories d'actifs que l'APP (souverains et privés)• Mesure de politique monétaire accommodative	<ul style="list-style-type: none">• Réinvestissements (pas d'achat net)• Flexibilité dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions conservée

TLTRO 3

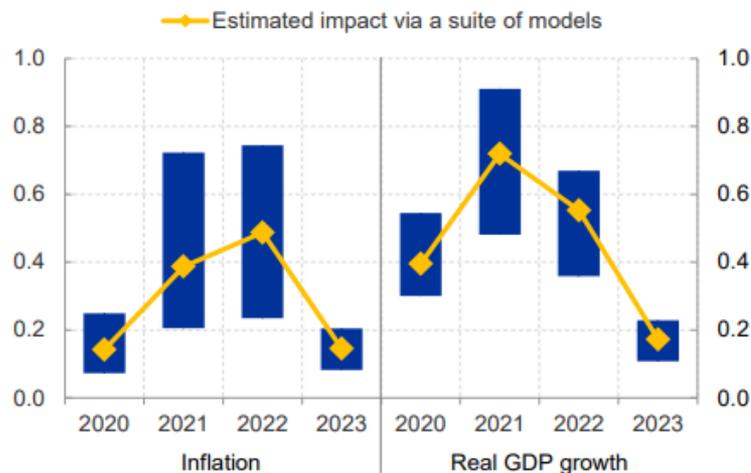
- Conditions favorables de prêt entre juin 2020 et juin 2022 (recalibrage de décembre 2020)
- Les banques peuvent emprunter à ce taux attractif (DFR-50 pb) si elles **maintiennent un niveau de prêt aux ménages et aux entreprises** égal ou supérieur à celui de la période de référence
- Les banques peuvent emprunter jusqu'à **55% du montant de leurs encours de prêts éligibles** (décision du 10 décembre 2020)



Source: Da Silva et al. (2021)

ÉVALUATION DES MESURES NON-CONVENTIONNELLES LIÉES AU COVID (2020-)

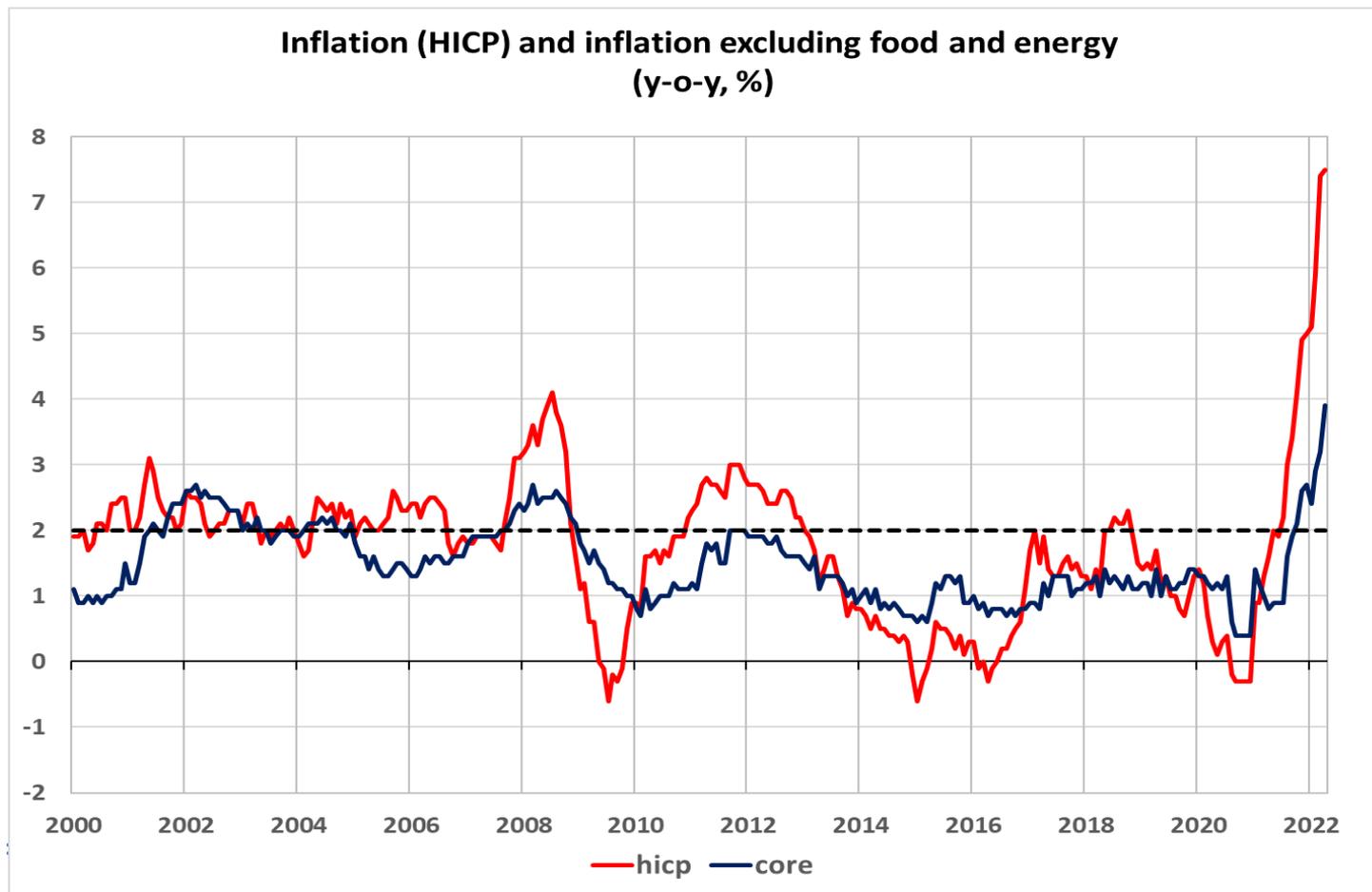
Estimated impact of the monetary policy measures taken since March 2020 (percentage points)



Source: ECB. Notes: The chart shows the average of estimates from various models. The measures include the PEPP, the TLTRO III and the increase in the APP of €120 billion. The analysis refers to the estimated impact of the APP, PEPP, and TLTRO decisions in March, April and June 2020. The chart does not include the impact of the December 2020 monetary policy decision.

- **Les mesures conventionnelles prises** pour contrer le choc lié au Covid depuis Mars 2020 (achat d'actifs avec le PEPP et opérations ciblées de refinancement) ont contribué à (Cf. discours de [C.Lagarde](#) du 21/06/21 et [I.Schnabel](#) du 24/06/21) :
 - une **augmentation de l'inflation de 1.2 pp**
 - une **augmentation du PIB réel de 1.8 pp** entre 2020 et 2023

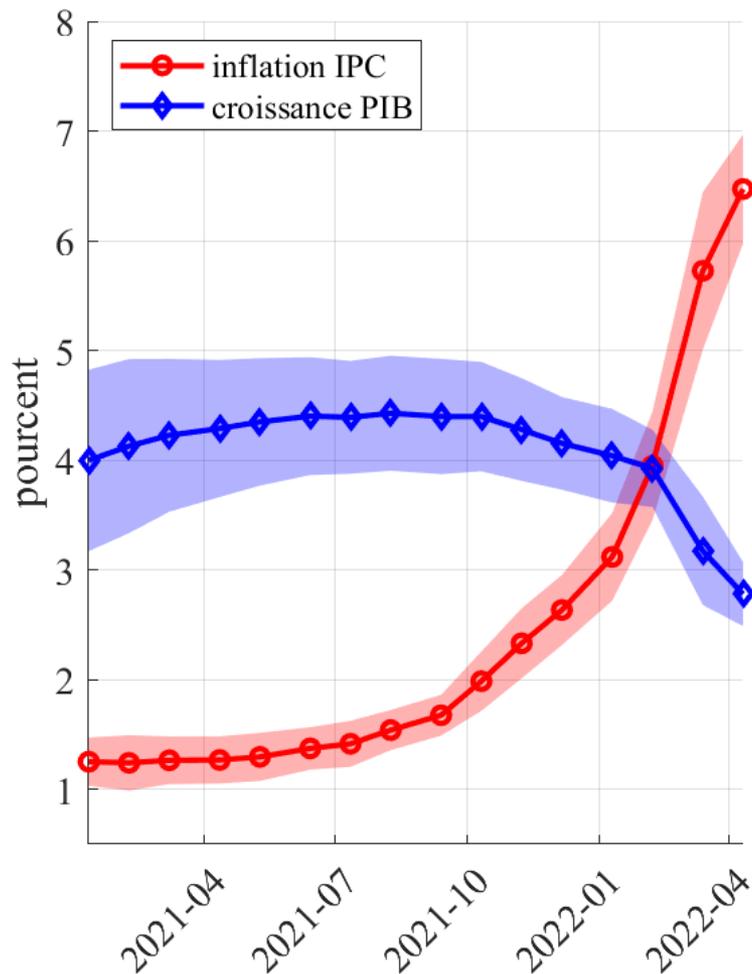
ENJEUX ACTUELS : LE RETOUR DE L'INFLATION



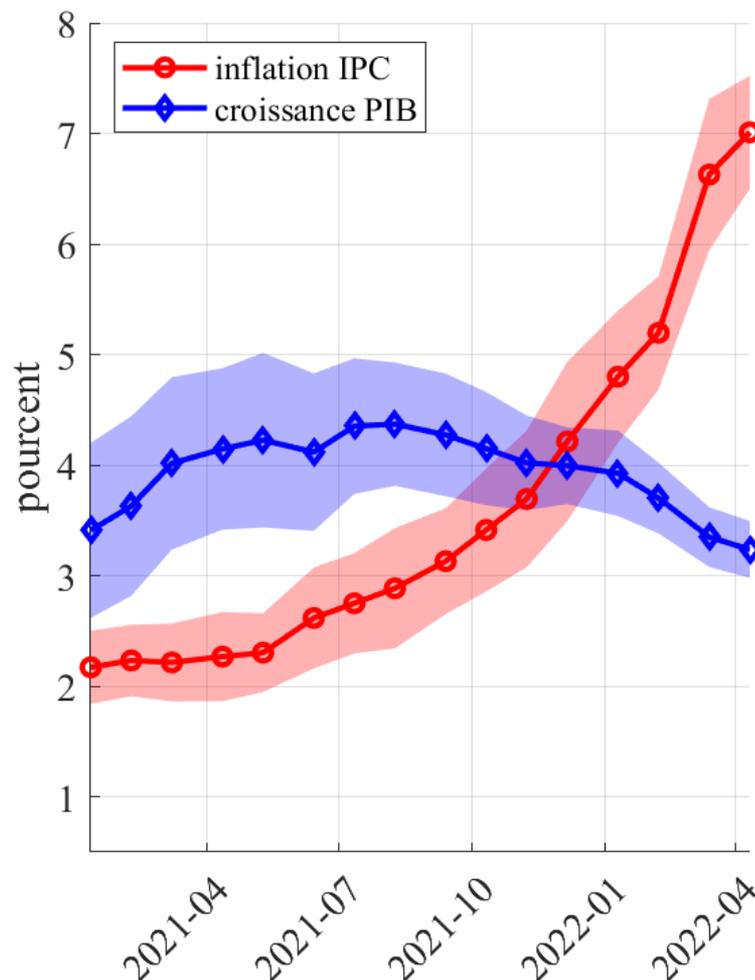
Inflation et Inflation « sous-jacente » (hors énergie et produits alimentaires)
Moyenne d'inflation entre 1999-2022: 1.7 (sous-jacente, 1.5)

PLUS D'INFLATION, MOINS DE CROISSANCE : PRÉVISIONS 2022

Zone Euro



États Unis



Source : Consensus Economics, calculs de la Banque de France. Note : les zones colorées autour des lignes correspondent à deux fois l'écart-type des réponses des participants à l'enquête.

Dernière observation : avril 2022.



ENJEUX ACTUELS : NORMALISATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- Combinées aux mesures budgétaires prises aux niveaux national et européen (Next Generation EU), les mesures prises par la BCE ont permis de relever trois grands défis, à savoir : **stabiliser les marchés, protéger l'offre de crédit et soutenir l'inflation.**
- La crise Covid a montré que la flexibilité dans la conception et la conduite de la politique monétaire peut contribuer à préserver sa transmission. **Ce principe de flexibilité peut s'avérer très utile pour faire face à de futurs défis.**
- Au lendemain de la pandémie, l'inflation a commencé à augmenter en raison de **goulots d'étranglement au niveau de l'offre et de la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie** due à une forte reprise mondiale, récemment intensifiée par l'agression militaire russe contre l'Ukraine.
- En réponse aux pressions inflationnistes, **la BCE est en train d'entreprendre un processus de normalisation monétaire** visant à contenir les pressions inflationnistes :
 - Les achats nets du PEPP ont été interrompus en mars 2022 et ceux de l'APP le seront au T3 2022.
 - La fin des achats nets d'actifs ouvre également la porte à une augmentation progressive des taux d'intérêt nominaux vers leur niveau neutre.
 - Les réinvestissements du PEPP et de l'APP vont probablement se poursuivre ; une réduction de la taille du bilan de la BCE sera la dernière étape de la normalisation de la politique monétaire.
 - La normalisation de la politique monétaire permet également de gagner une marge de manœuvre pour faire face aux crises futures.



5 PERSPECTIVES DANS CETTE PRÉSENTATION:

1/ Mandat de l'Eurosystème et rôle de la Banque de France

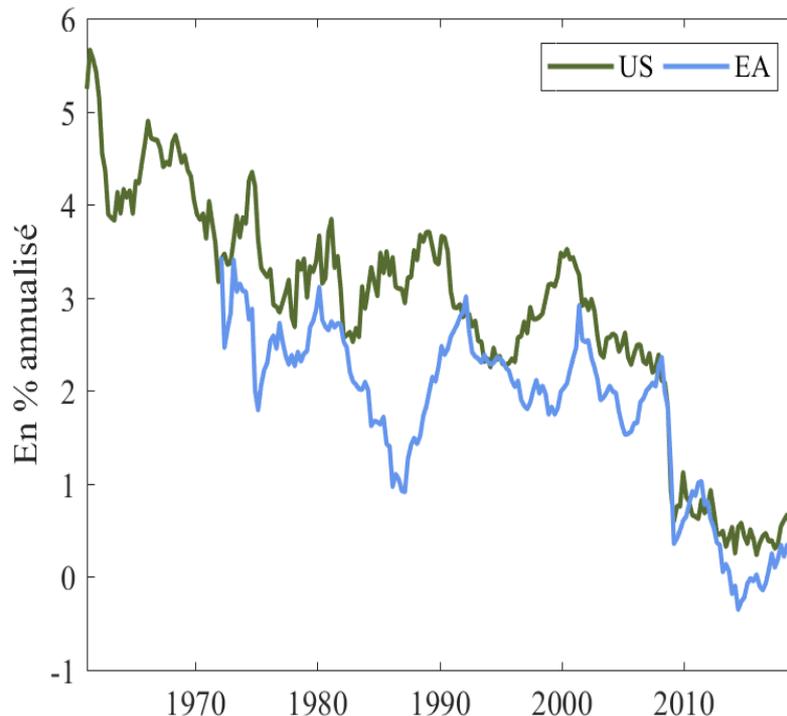
2/ La politique monétaire: mesures conventionnelles et non-conventionnelles

3/ La crise du Covid : la réponse de l'Eurosystème

4/ Revue de la stratégie de politique monétaire

REVUE DE LA STRATÉGIE DE POLITIQUE MONÉTAIRE 2020-2021

- Stratégie adoptée en 1998, revue en 2003, et objet d'une **nouvelle revue lancée en janvier 2020**. Exercice similaire d'autres banques centrales (Federal Reserve, août 2020).
- Pour motivation, une évolution de l'environnement depuis 2003: **ralentissement tendanciel des gains de productivité, vieillissement, crise financière, une inflation trop faible**
- ➔ *baisse structurelle des taux d'intérêt, réduction des marges de manœuvre conventionnelles*
- **Changement climatique, digitalisation, mondialisation, transformations financières**
- ➔ *Affectent notamment la dynamique de l'inflation*



Source: Holston, Laubach, Williams (2017)

NOUVELLE STRATÉGIE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ADOPTÉE EN JUILLET 2021

Principales conclusions de la revue stratégique de la BCE

-  Un objectif d'inflation symétrique de 2 % à moyen terme, avec possibilité de dépassement temporaire du 2%
-  L'inclusion des coûts liés aux logements des propriétaires occupants dans l'IPCH
-  L'engagement en faveur de la lutte contre le changement climatique
-  Une communication avec le public simplifiée et didactique
-  L'intégration de la stabilité financière dans le cadre d'analyse de la BCE

Annonce de la revue stratégique du 8 juillet 2021



DÉTAILS DES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DE LA STRATÉGIE

- **Formulation de la stabilité des prix** (« 2% à moyen terme, symétrique »)

Pour préserver le caractère symétrique de l'objectif d'inflation, le Conseil des gouverneurs reconnaît qu'il est crucial de considérer les conséquences du plancher effectif. Plus précisément, lorsque les taux d'intérêt sont proches de leur niveau plancher, des mesures de politique monétaire particulièrement vigoureuses ou ancrées dans la durée sont nécessaires pour éviter la fixation des écarts négatifs par rapport à l'objectif d'inflation. Cela peut aussi se traduire par une période transitoire d'inflation légèrement au-dessus de l'objectif.

- **Refonte des deux « piliers »** (économique et monétaire).

Pour ses décisions de politique monétaire, y compris l'évaluation de la proportionnalité des décisions et de leurs effets secondaires éventuels, le Conseil des gouverneurs se fonde sur un examen intégré de tous les facteurs pertinents. Cet examen repose sur deux analyses interdépendantes : l'analyse économique et l'analyse monétaire et financière.

- **Lutte contre le changement climatique.** Cf. annonce d'un plan d'action.

- **Simplification de la communication.** Processus plus ouvert. Eurosysteme « à l'écoute » des parties prenantes, experts et société civile.



CONCLUSION ET RÉFÉRENCES

- Quelques références pour approfondir:
 - [Questions/Réponses sur la crise en Ukraine](#)
 - [Projections de la Banque de France](#)
 - [Discours de Christine Lagarde du 17/03/2022](#)
 - [Discours de F. Villeroy de Galhau à la LSE le 15/02/2022](#)
 - [Dernière décision du Conseil des Gouverneurs du 10/03/2022](#)
 - [Entretien de F. Villeroy de Galhau au Parisien-Aujourd'hui en France le 14/03/2022](#)



RESSOURCES EN LIGNE (BANQUE DE FRANCE)

- Site de la Banque de France : <https://www.banque-france.fr/page-sommaire/presentation-de-la-politique-monetaire>
- Site de l'ABC de l'économie (Banque de France): <https://abc-economie.banque-france.fr/liste-rubrique/leco-en-bref>
 - voir par exemple un numéro de [l'Eco en bref sur « Qu'est-ce que la politique monétaire ? »](#).
- Bloc-notes Eco (« blog »), série plus spécialisée comprenant de nombreux numéros sur la [politique monétaire](#)
- Lien vers les [discours du Gouverneur](#) de la Banque de France.
- Le [Bulletin de la Banque de France](#) aborde régulièrement dans ses articles des questions liées à la politique monétaire
- Le [rapport annuel](#) de la Banque de France comprend un chapitre sur la stratégie monétaire. Voir également la [Lettre du gouverneur au Président de la République](#) et les vidéos qui l'accompagnent.
- De nombreux [documents de travail](#) traitent de la politique monétaire (travaux de recherche s'adressant à un public spécialisé)



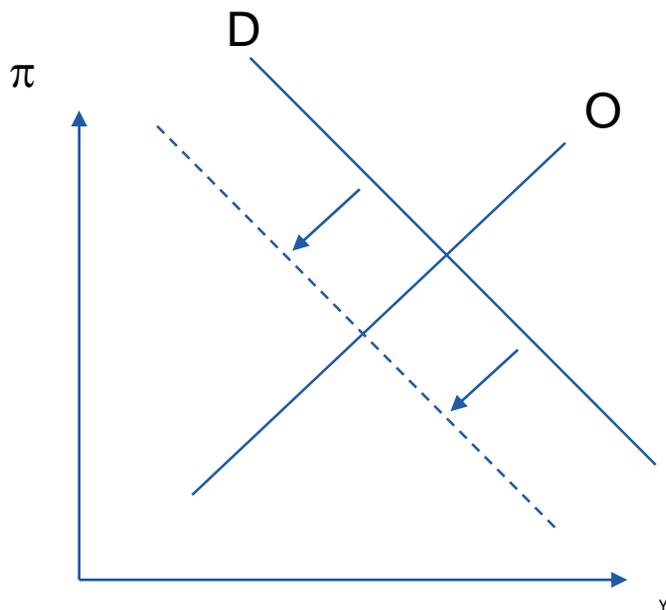
RESSOURCES EN LIGNE (BCE)

- Site *Explainers* de la BCE:
<https://www.ecb.europa.eu/explainers/topic/monetary-policy/html/index.fr.html>
- Discours des Gouverneurs :
<https://www.banque-france.fr/news/interventions>
- Vidéos des conférences de presse de la BCE:
<https://www.ecb.europa.eu/press/tvservices/webcast/html/index.en.html>
- La BCE présente également des vidéos sur les sujets de politique monétaire
- 2 documents de travail de la BCE sur la politique monétaire de la BCE depuis 20 ans:
Philipp Hartmann et Frank Smets (2018)
Rostagno et al. (2020).

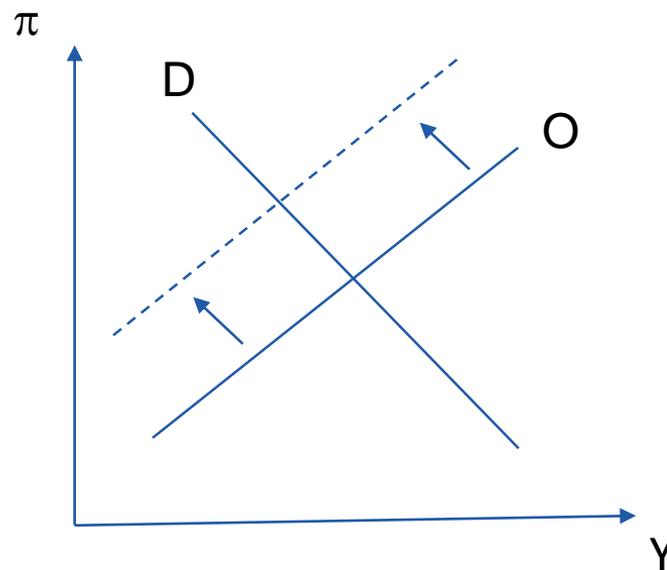


ANNEXES

CHOC NÉGATIF DE DEMANDE VS CHOC NÉGATIF D'OFFRE

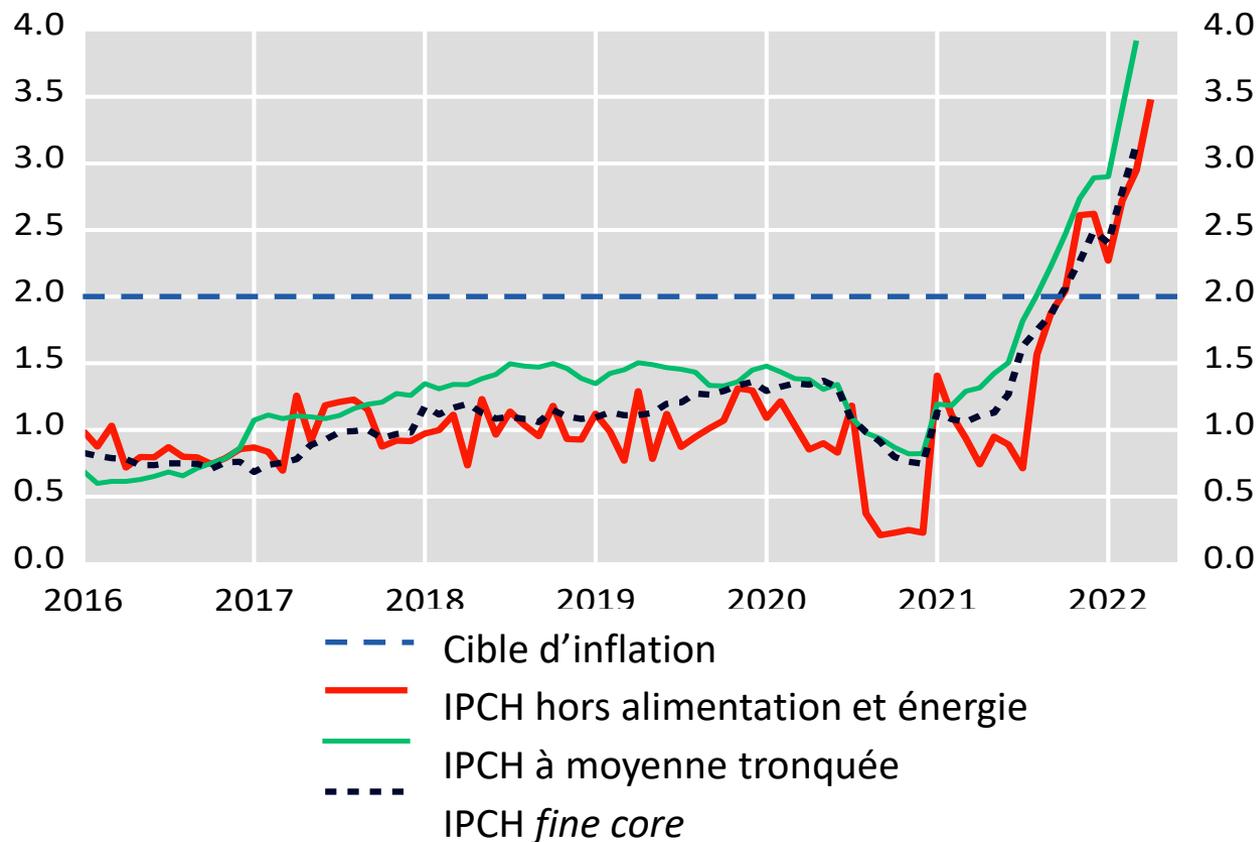


Choc négatif de demande:
l'inflation et le PIB baissent
→ La réponse nécessaire est
claire (« coïncidence divine »)



Choc négatif d'offre:
le PIB baisse mais l'inflation augmente
→ dilemme pour la politique monétaire

DYNAMIQUE DE L'INFLATION SOUS-JACENTE EN ZONE EURO



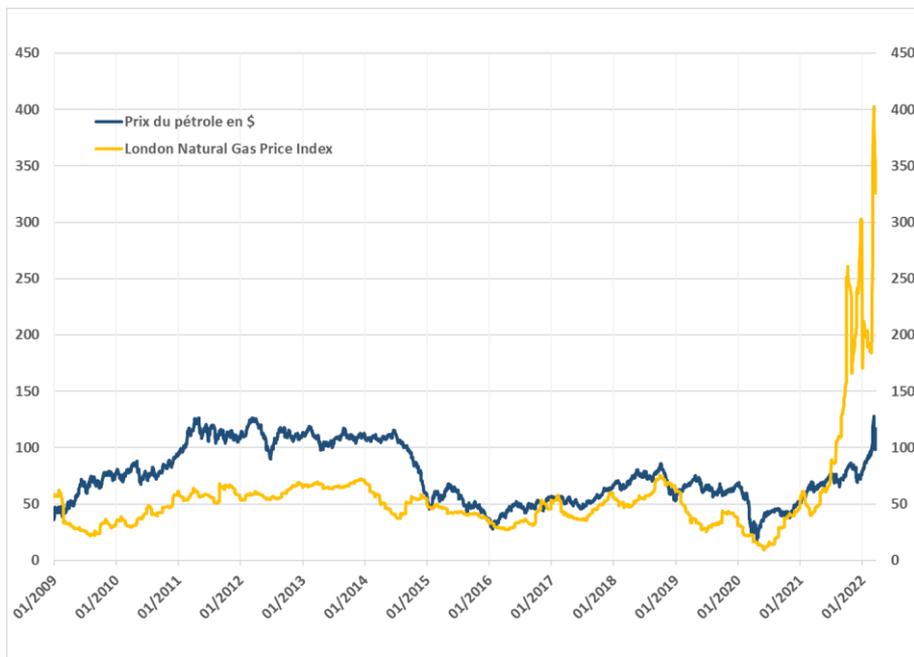
Dernière observation : mars 2022, sauf IPCH hors alimentation et énergie : 22 avril (flash)

Source : Calculs de la BCE et de la Banque de France. Notes : la moyenne ajustée de l'IPCH (30 %) est une mesure d'exclusion temporaire qui retire (15 %) des taux de variation annuels de chaque queue de la distribution des 93 variations de prix de l'IPCH chaque mois et agrège les taux de variation annuels en utilisant des pondérations rééchelonnées. L'IPCH *fine core* est une mesure de l'inflation sous-jacente basée sur l'exclusion permanente. Il sélectionne un sous-panier de postes de consommation individuels historiquement moins volatils, représentant 70% des pondérations de l'IPCH global. La méthodologie du *fine core* est précisée dans Lalliard A. et Robert P.A. "Un nouvel indicateur mesurant l'inflation sous-jacente dans la zone euro", Bulletin de la Banque de France, 2022, numéro 240 (à paraître).

VOLATILITÉ DES PRIX DU PÉTROLE ET MATIÈRES PREMIÈRES

Prix du Brent (USD) et index de prix du gaz

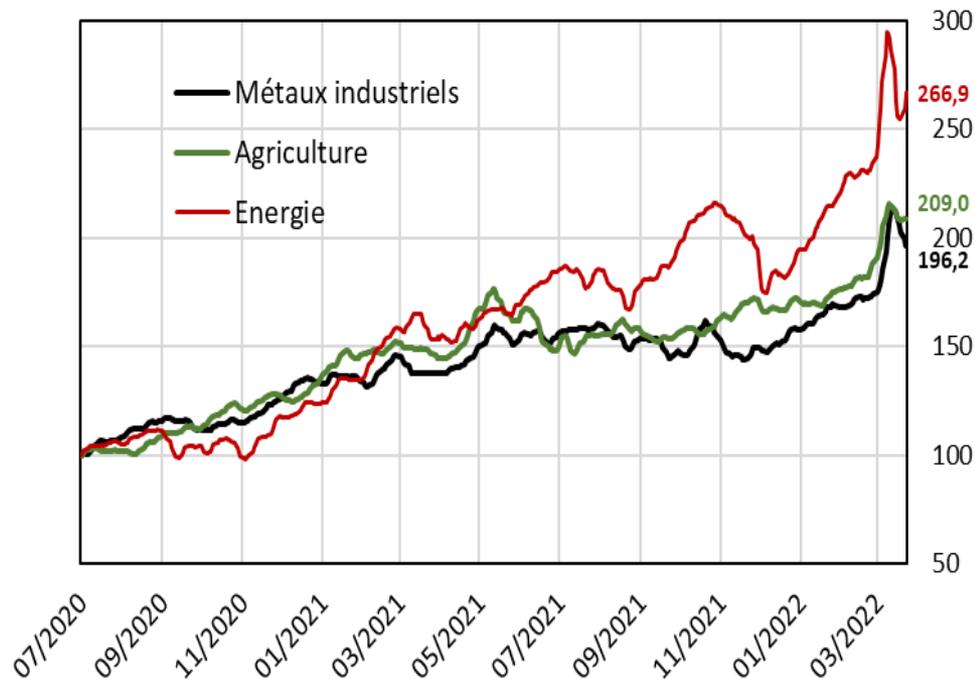
Source : Thomson Reuters (dernière valeur : 23 mars 2022)



Note: Brent (échelle de gauche) et gaz (échelle de droite)

Indice des prix des matières premières

Source : Sources: S&P GSCI. Dernier point: 22/03/22

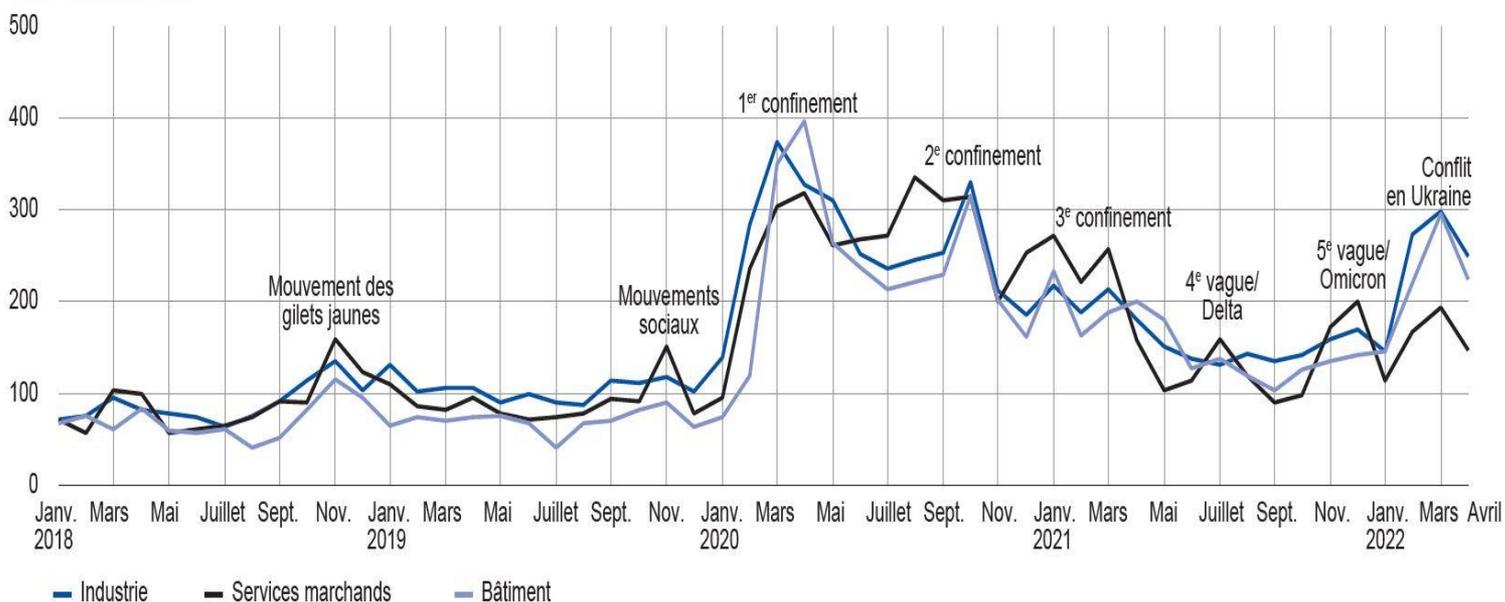


Note: Cours journaliers lissés sur 5 jours, en USD convertis en indice 100 au 01/07/20.

MALGRÉ LE REFLUX D'OMICRON, REBOND DE L'INCERTITUDE EN RAISON DE LA GUERRE EN UKRAINE, PARTICULIÈREMENT DANS L'INDUSTRIE

Indicateur d'incertitude dans les commentaires de l'enquête mensuelle de conjoncture (EMC)

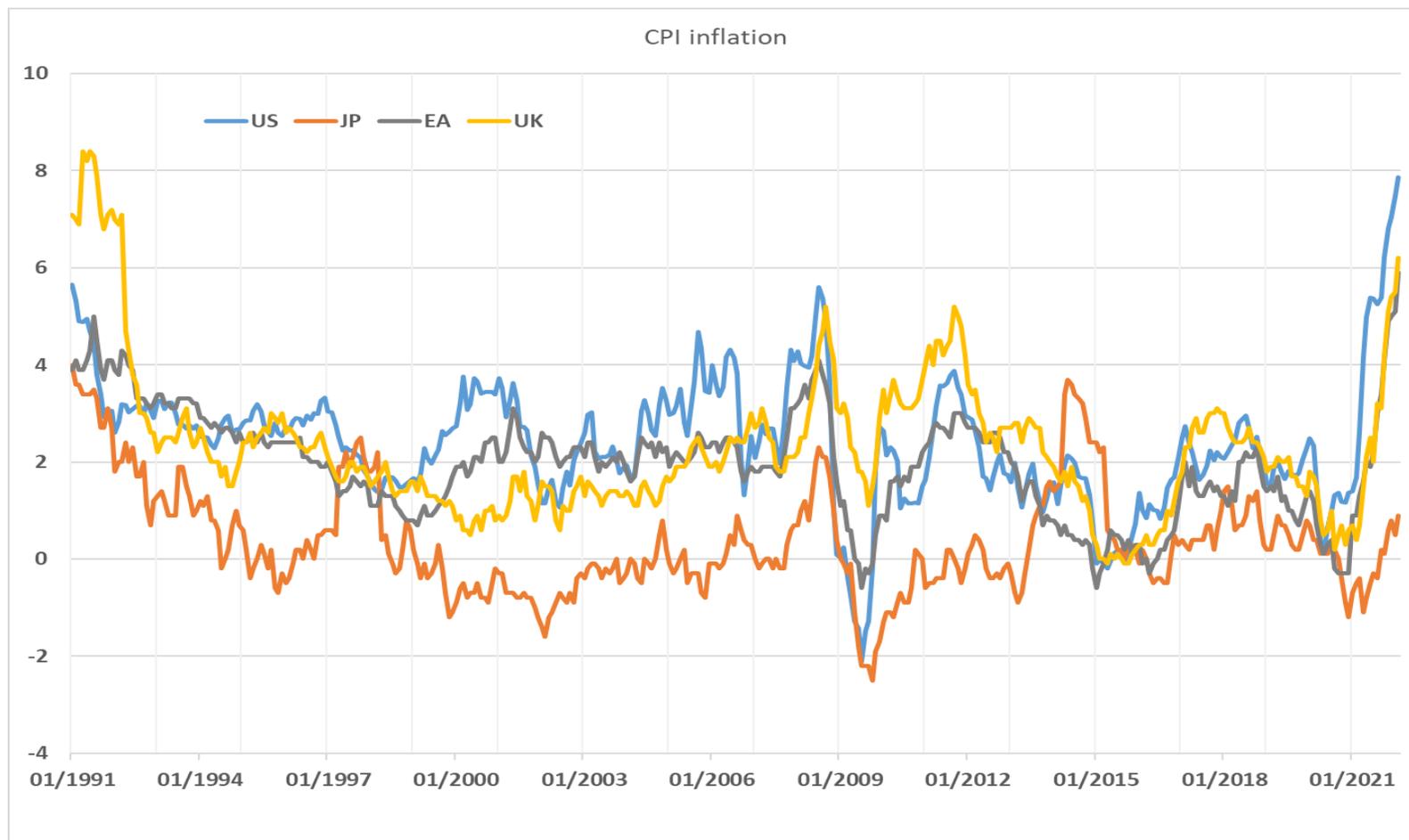
(données brutes)



Note : La valeur de référence est fixée à 100 et correspond à la valeur autour de laquelle fluctue l'indicateur en période normale.

Source : EMC mai 2022

ÉVOLUTION DE L'INFLATION



Source: datastream, dernière observation Mars 2022



PROJECTIONS POUR LA ZONE EURO: MPE MARS 2022

Growth and inflation projections for the euro area

(annual percentage changes)

	March 2022 projections				Adverse scenario				Severe scenario			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Real GDP	5.4	3.7	2.8	1.6	5.4	2.5	2.7	2.1	5.4	2.3	2.3	1.9
HICP inflation	2.6	5.1	2.1	1.9	2.6	5.9	2.0	1.6	2.6	7.1	2.7	1.9

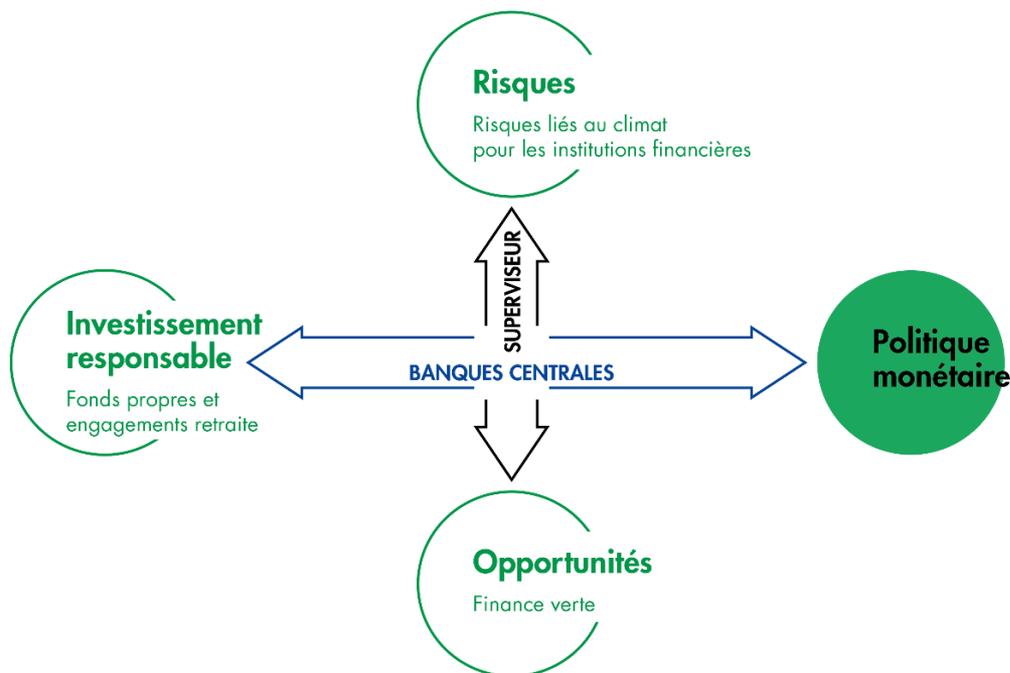
Notes: Real GDP figures refer to seasonally and working day-adjusted data. Historical data may differ from the latest Eurostat publications due to data releases after the cut-off date for the projections.

Source: ECB staff projections

LUTTE CONTRE LE CHANGEMENT CLIMATIQUE

- Les banques centrales ne peuvent se substituer aux autres politiques publiques dont la nécessité **d'un juste prix du carbone**. Cela étant :

Les banques centrales peuvent et doivent agir dans le cadre de leurs missions

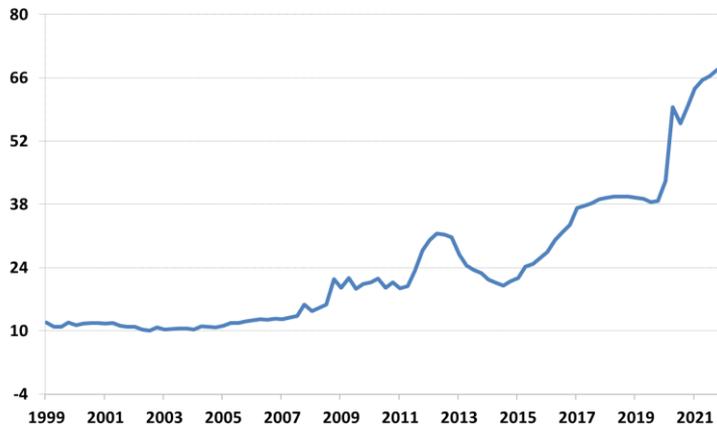


La BCE s'engage à agir afin de verdir sa politique monétaire

- 1** **Modéliser** les effets du changement climatique afin d'en améliorer notre compréhension
- 2** Imposer la **transparence** de nos contreparties, pour le collatéral comme pour les programmes d'achat de titre
- 3** « Décarboner » progressivement le bilan de la BCE par le renouvellement des **opérations** de politique monétaire

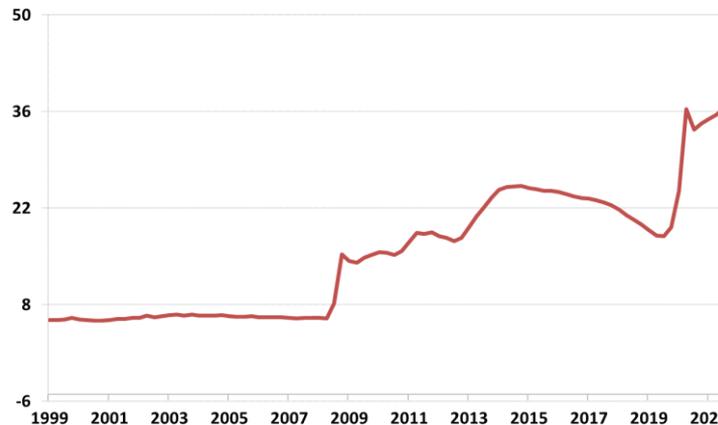
GONFLEMENT GÉNÉRALISÉ DE LA TAILLE DU BILAN DES BANQUES CENTRALES

Bilan de la BCE
(total des actifs en % du PIB)



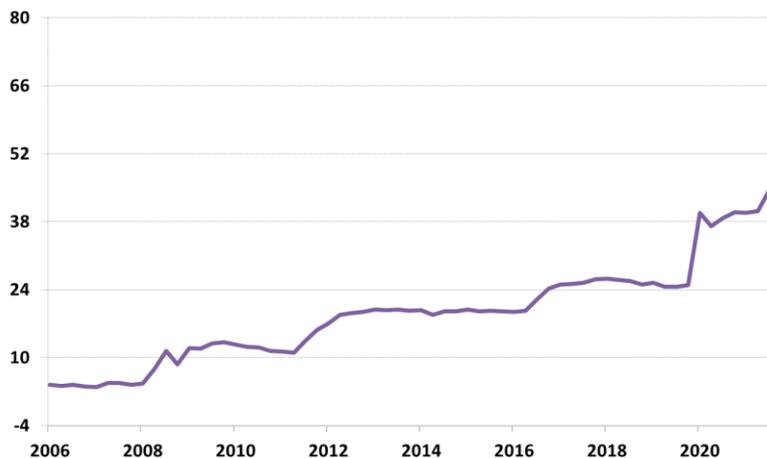
Dernière observation : 2021Q4

Bilan de la Fed
(total des actifs en % du PIB)



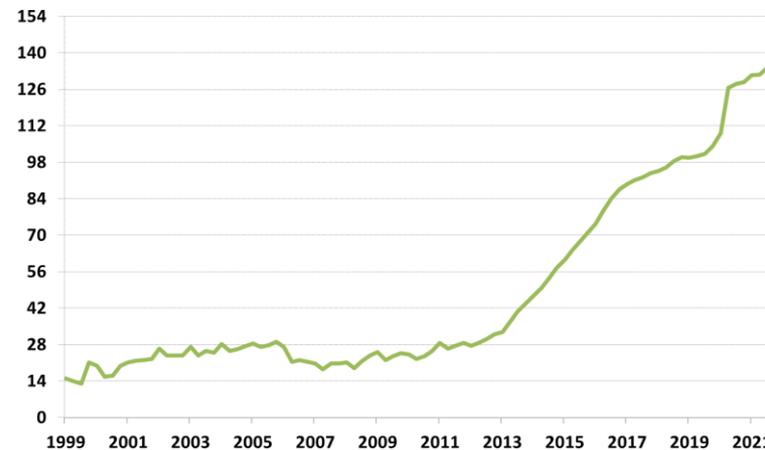
dernière observation : 2021Q4

Bilan de la BoE
(total des actifs en % du PIB)



Dernière observation : 2021Q4

Bilan de la BoJ
(total des actifs en % du PIB)



Dernière observation : 2021Q4

Source: Datastream pour les actifs des BCs et le PIB nominal de chaque pays. Toutes les données sont fin de période, trimestrielles. Le PIB nominal pour la zone euro pour chaque trimestre est annualisé en additionnant les quatre derniers trimestres disponibles. Le PIB trimestriel pour les États-Unis, le Japon et l'Angleterre est annualisé.