

BANQUE DE FRANCE

**ACTUALISATION SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE, LES
ENJEUX ACTUELS ET LE RISQUE DE FRAGMENTATION**

NANTES LE 28 FÉVRIER 2023

1

LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN CHIFFRES

2

LES ENJEUX LIÉS AU REBOND DE L'INFLATION

3

LE RISQUE DE FRAGMENTATION

Le bilan agrégé des banques françaises

A décembre 2021

Actif

Passif

Actifs liquides
(cash, réserves auprès de la banque
centrale)

Dépôts

3 398Mds €

Titres financiers (actions, obligations,
etc.)

Titres de dette émis et
prêts

3 559 Mds €

Prêts (ménages, entreprises, etc.)

Capital

Le besoin de refinancement

Le refinancement

Les banques commerciales ont un besoin de liquidité

Asymétrie entre leurs actifs et leurs passifs

- Volumes de crédits octroyés > volumes de dépôts
- Maturités différentes entre les actifs (crédits octroyés) et les passifs (dépôts reçus des clients).

+ Réserves obligatoires

- 34,9 Milliards € pour les banques françaises à 12/2022
- 166,7 Milliards € pour les banques de la zone euro à 12/2022

= Les banques ont besoin de se refinancer

Le besoin de refinancement

Le refinancement

Marché interbancaire



Taux interbancaires

**Guichet de la banque
centrale**



Taux directeurs

Le refinancement au guichet de la banque centrale

Le refinancement traditionnel

Les 3 taux directeurs de l'Eurosystème

Les banques commerciales empruntent à la banque centrale :

- pour une semaine : taux des **opérations principales de refinancement (MRO)** avec un système d'enchère jusqu'en 2008.
- pour 24h : taux (plus élevé) de la **facilité de prêt marginal (MLF)**
- Dépôt à la banque centrale pour 24h : taux (plus faible) de la **facilité de dépôt (DFR)**

De 1999 à 2008, au niveau de la zone euro :

- MRO à une semaine : 247 milliards euros
- MRO à 3 mois : 150 milliards euros

Le refinancement au guichet de la banque centrale

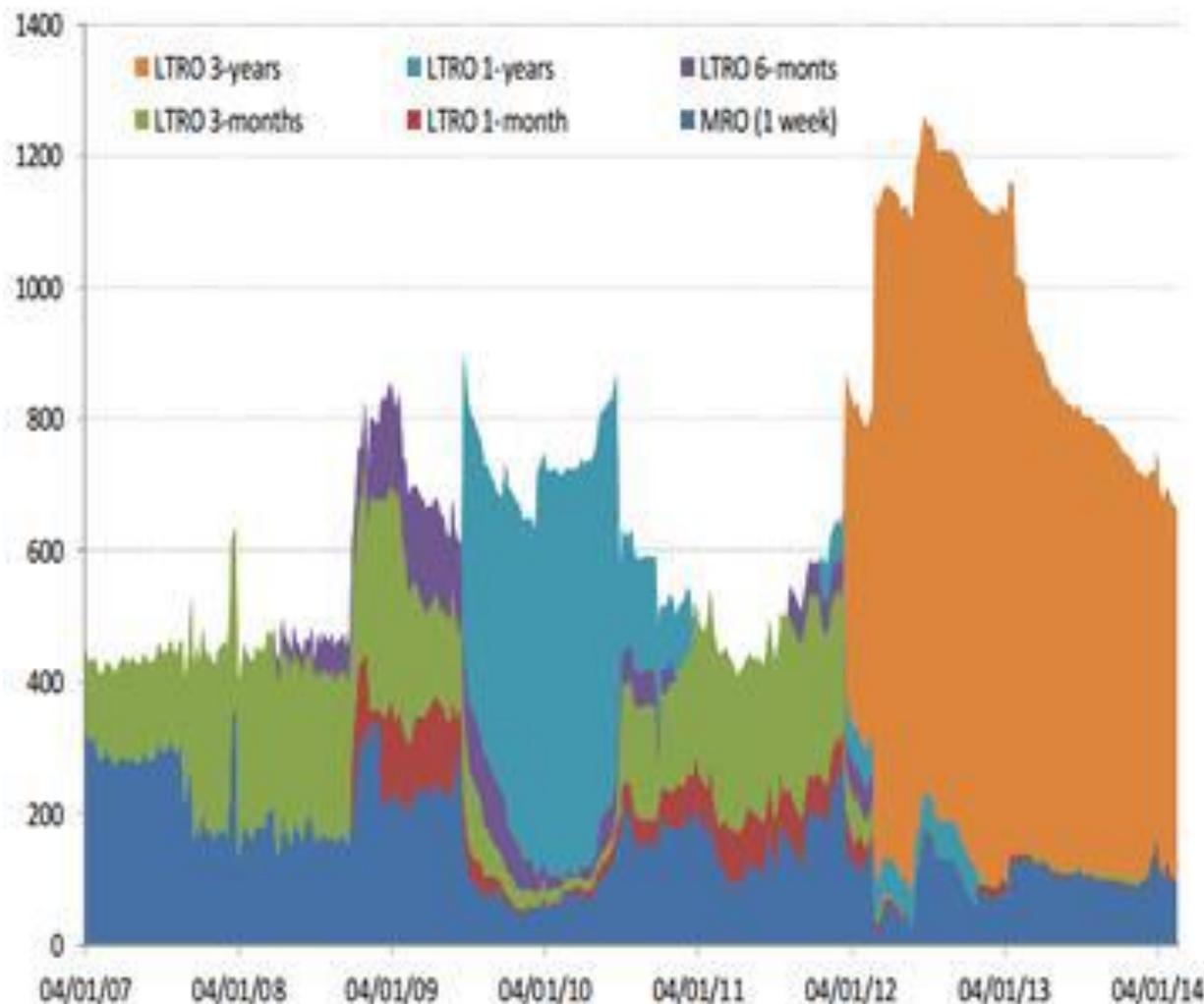
Le refinancement avant et après la crise de 2008



Le refinancement au guichet de la banque centrale

Le refinancement post crise de 2008

Période
2007-2014



Le refinancement au guichet de la banque centrale

La situation en 02/2023

MRO (1 semaine)

0,8 milliard €

LTRO (3 mois)

3,1 milliards €

TLTRO III

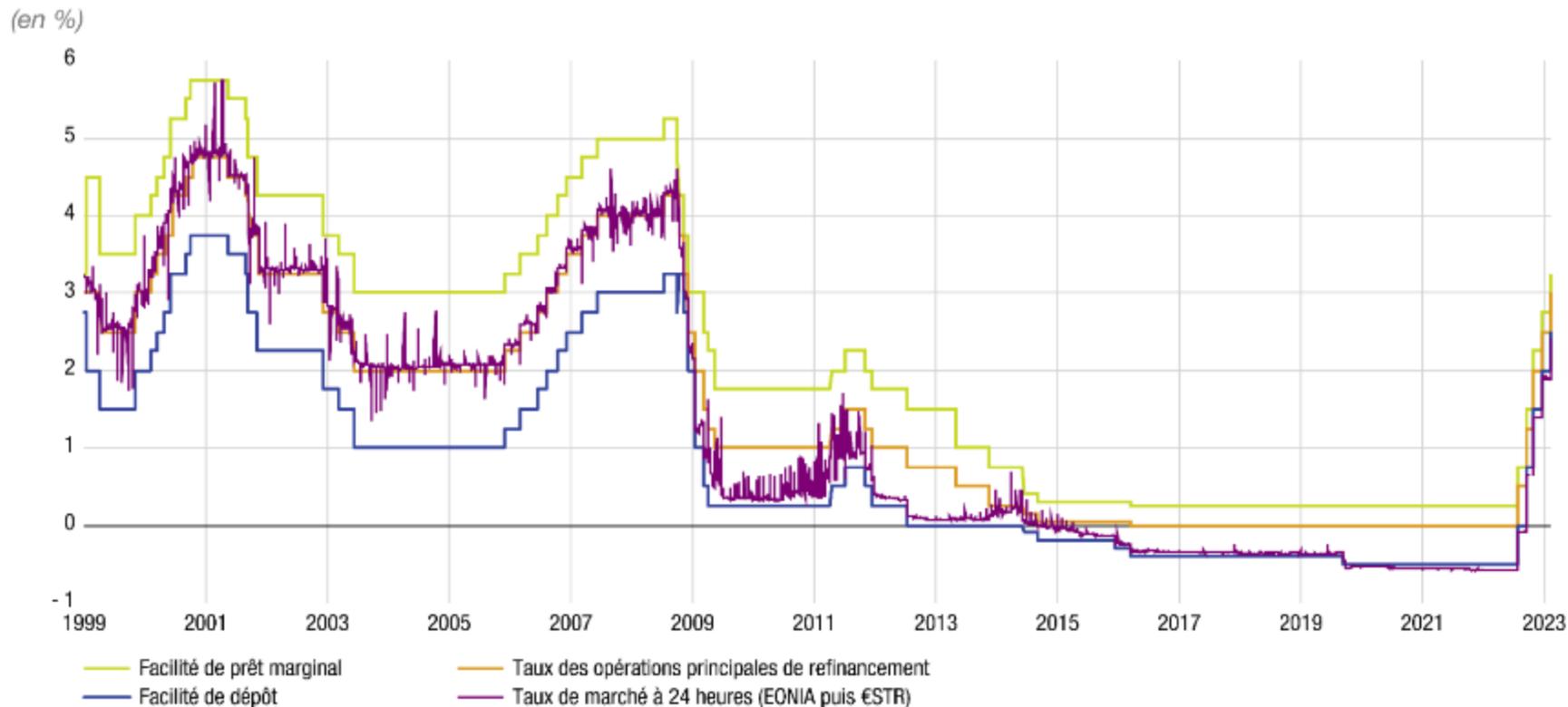
1 254,9 milliards €

20210155	LTRO	TLTRO III	22/12/2021	18/12/2024	1092	44.27 bn
20210119	LTRO	TLTRO III	29/09/2021	25/09/2024	1092	91.12 bn
20210078	LTRO	TLTRO III	24/06/2021	26/06/2024	1098	76.76 bn
20210034	LTRO	TLTRO III	24/03/2021	27/03/2024	1099	290.48 bn
20200248	LTRO	TLTRO III	16/12/2020	20/12/2023	1099	46.2 bn
20200207	LTRO	TLTRO III	30/09/2020	27/09/2023	1092	92.01 bn
20200131	LTRO	TLTRO III	24/06/2020	28/06/2023	1099	579 bn
20200029	LTRO	TLTRO III	25/03/2020	29/03/2023	1099	35.05 bn

Le refinancement au guichet de la banque centrale

Impact de la remontée des taux directeurs

Le corridor des taux d'intérêt à court terme en zone euro



Le Quantitative Easing

Focus sur le quantitative easing

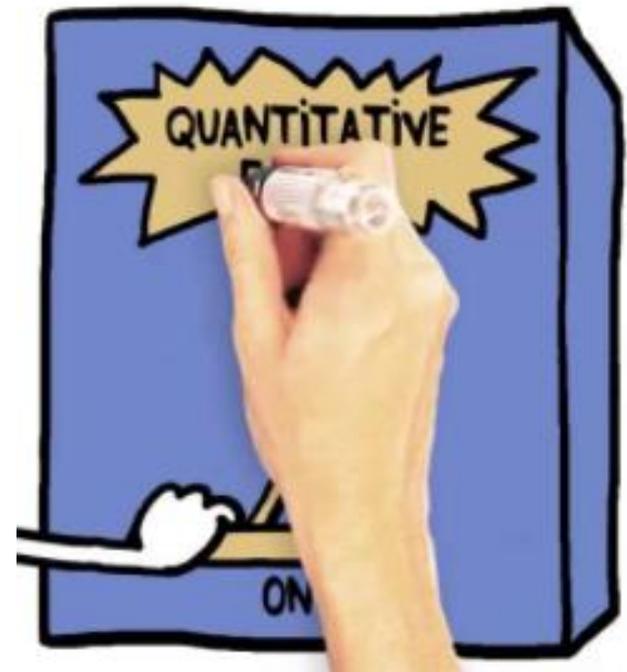
UN PEU D'HISTOIRE

- 2001 Le Japon utilise pour la première fois l'assouplissement quantitatif en raison d'une situation monétaire déflationniste depuis 1997.
- 15 septembre 2008 Lehman Brothers (banque d'investissement américaine) fait faillite.
- Novembre 2008 La FED met en place pour la première fois un programme de *quantitative easing*.
- 2009 La Banque d'Angleterre met en place son premier programme de QE.
- 2010 La Banque du Japon annonce un nouveau recours au QE.
- 2010 La BCE lance le **Securities Markets Programme (SMP)** pour soutenir les dettes souveraines faisant face à la défiance des investisseurs.
- Été 2012 Le président de la BCE, Mario Draghi, déclare que l'Eurosystème est prêt à faire tout ce qu'il faut (« *whatever it takes* ») pour sauver l'euro. L'annonce d'un programme d'achats « illimité », qui n'a finalement pas eu à être utilisé, de titres de dette publique (**Outright Monetary Transactions – OMT**) rétablit la confiance sur les marchés financiers.
- 2015 La BCE lance son plus grand programme d'assouplissement quantitatif, l'**Asset Purchase Programme (APP)**.
- 2020 Afin de faire face à la crise économique induite par la COVID-19, de nombreuses banques centrales, y compris dans les économies émergentes, mettent en place de vastes programmes de QE (le PEPP pour la zone euro).

BOJ

FED

BCE



Le Quantitative Easing

Focus sur le quantitative easing

Principe

- La banque centrale **achète des titres aux banques et à d'autres investisseurs**
- Sur le marché **secondaire**
- De façon **massive, généralisée et prolongée**

Effets

- Effets directs par **la baisse des taux d'emprunt à long terme**
- **Effets de portefeuille** pour les banques

Initié en Zone euro lors de la crise de dette souveraine

Le Quantitative Easing

Le prix des obligations

$$VA = \frac{cpn}{(1+r)^1} + \frac{cpn}{(1+r)^2} + \dots + \frac{(cpn + par)}{(1+r)^t}$$



Le Quantitative Easing

Le Securities Market Program (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 Quantitative Easing

Les Outright Monetary Transactions (OMT)

Mi-juillet 2011, les tensions financières sont à nouveau intensifiées (restructuration de la dette souveraine grecque).

Juillet 2012 : discours de Mario Draghi «Dans le cadre de son mandat, la BCE est prête à faire tout ce qu'il faut pour préserver l'euro. Et croyez-moi, ce sera suffisant ».

Août 2012 : la BCE introduit un programme d'opération monétaire sur titres (OMT). Les OMT ont remplacé le SMP mais n'ont pas abouti à l'achat de nouveaux titres.

Les OMT prévoyaient les achats de titres publics de courte maturité (Espagne et Italie dans la cible).

Le Quantitative Easing

L'Asset Purchase Program (APP)

Lancé en 2014 (spectre de la déflation), le programme d'achat d'actifs (APP) répartit les volumes d'achat de titres, **d'émetteurs publics comme privés**, entre 4 programmes ciblés:



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

Le Quantitative Easing

Les montants du QE européen depuis 2015

- 60 milliards d'euros net mensuels d'avril 2015 à mars 2016
- 80 milliards d'euros net mensuels d'avril 2016 à mars 2017
- 60 milliards d'euros net mensuels d'avril à décembre 2017
- 30 milliards d'euros net mensuels de janvier 2018 à septembre 2018
- 15 milliards d'euros net mensuels sur le dernier trimestre 2018
- 20 milliards d'euros net mensuels de novembre 2019 à avril 2022
- 40 milliards d'euros net mensuels en avril 2022
- 30 milliards d'euros net mensuels au mai 2022
- 20 milliards d'euros net mensuels en juin 2022
- 0 depuis juillet 2022

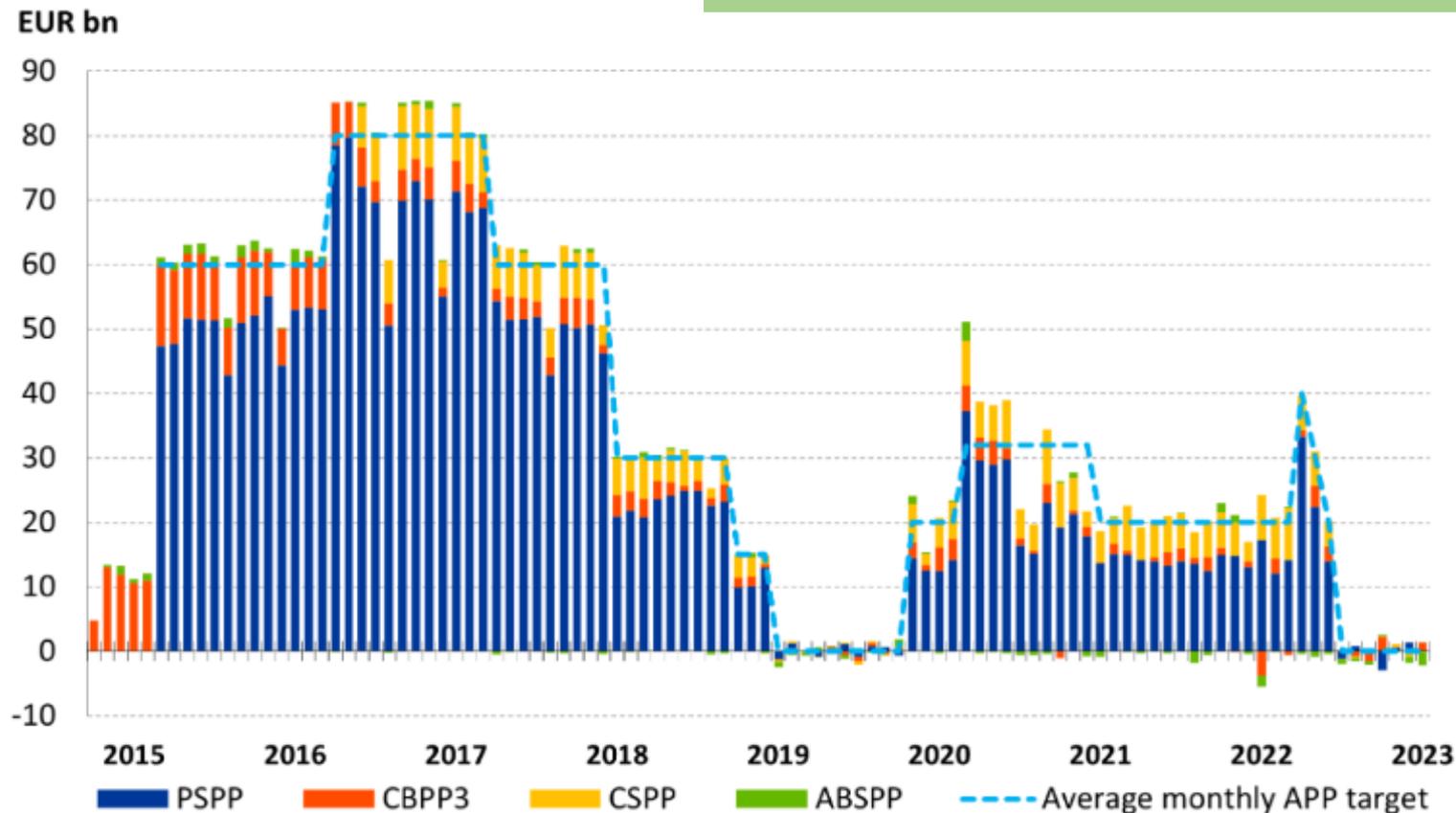


3 253 mds €

Actifs achetés par l'Eurosystème au titre de sa politique monétaire non conventionnelle sur 2015 – juin 2022 (hors PEPP)

Le Quantitative Easing

Les montants du QE européen



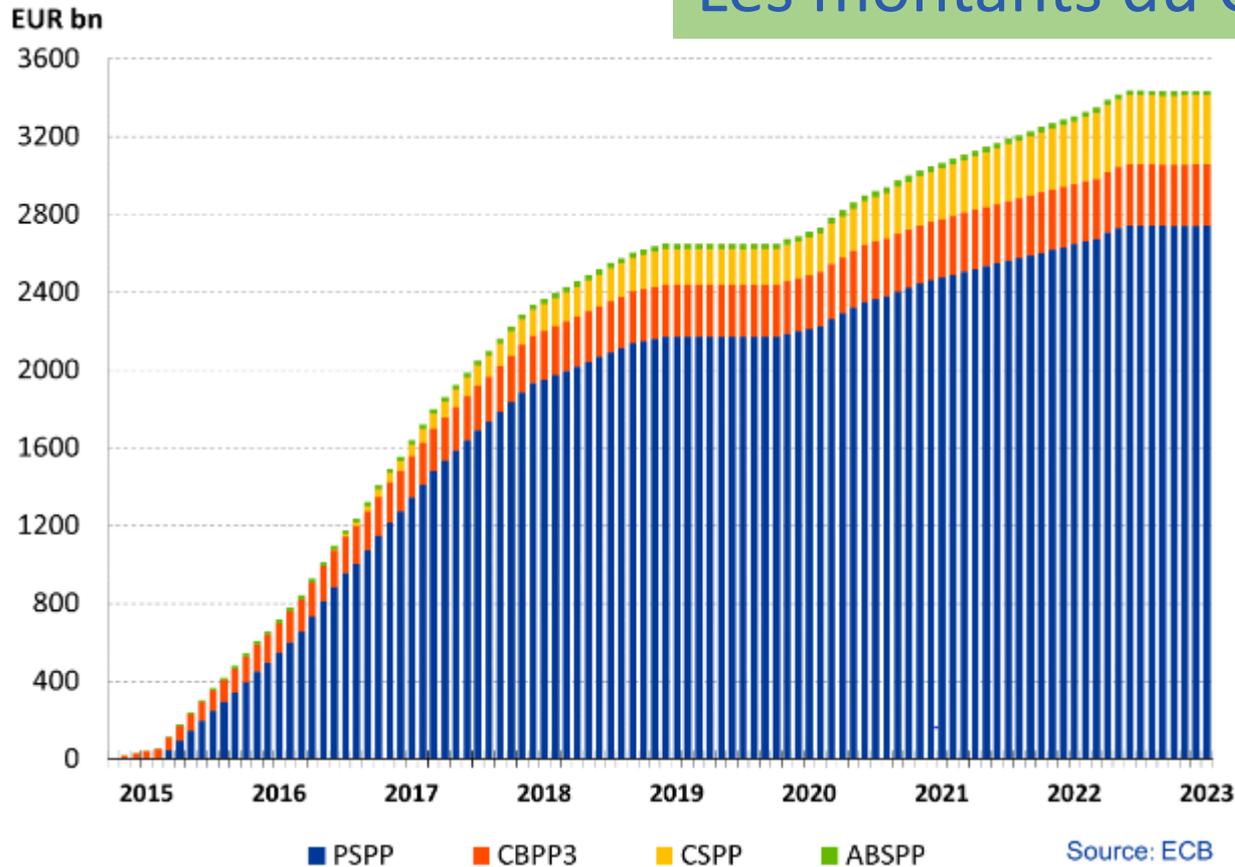
3 253 mds €

Actifs achetés par l'Eurosystème au titre de sa politique monétaire non conventionnelle sur 2015 – juin 2022 (hors PEPP)



Le Quantitative Easing

Les montants du QE européen



3 253 mds €

Actifs achetés par l'Eurosystème au titre de sa politique monétaire non conventionnelle sur 2015 – juin 2022 (hors PEPP)



Le Quantitative Easing

Le Pandemic Purchase Program

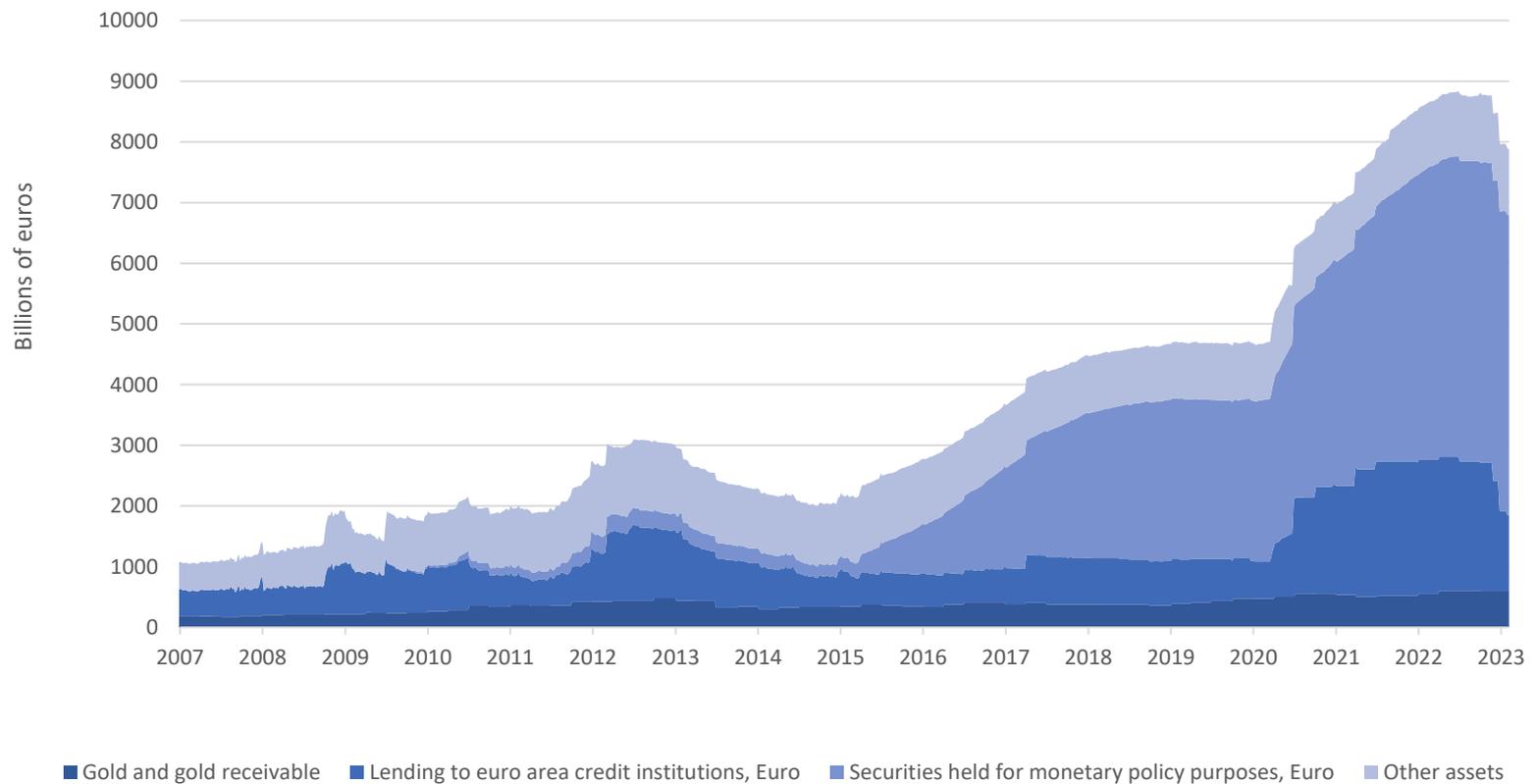
PEPP holdings*	
EUR millions	1,686,013
Date	10 February 2023
* Updated weekly, at amortised cost	

SMP	APP	PEPP
<ul style="list-style-type: none">• Réabsorption de la liquidité dans la facilité de dépôt (dépôt à une semaine)• Pas d'effet mécanique sur les agrégats monétaires• Pas de changement dans l'orientation de la politique monétaire• Obligations souveraines	<ul style="list-style-type: none">• Pas de stérilisation• Mesure de politique monétaire accommodative• Achats de titres proportionnels à la taille relative de chaque économie (clé de répartition)• Plusieurs catégories d'actifs (souverains et privés)	<ul style="list-style-type: none">• Pas de stérilisation• Mesure de politique monétaire accommodative• Flexibilité dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions• Mêmes catégories d'actifs que l'APP (souverains et privés)

La taille du bilan de l'Eurosystème

L'actif fin janvier 2023

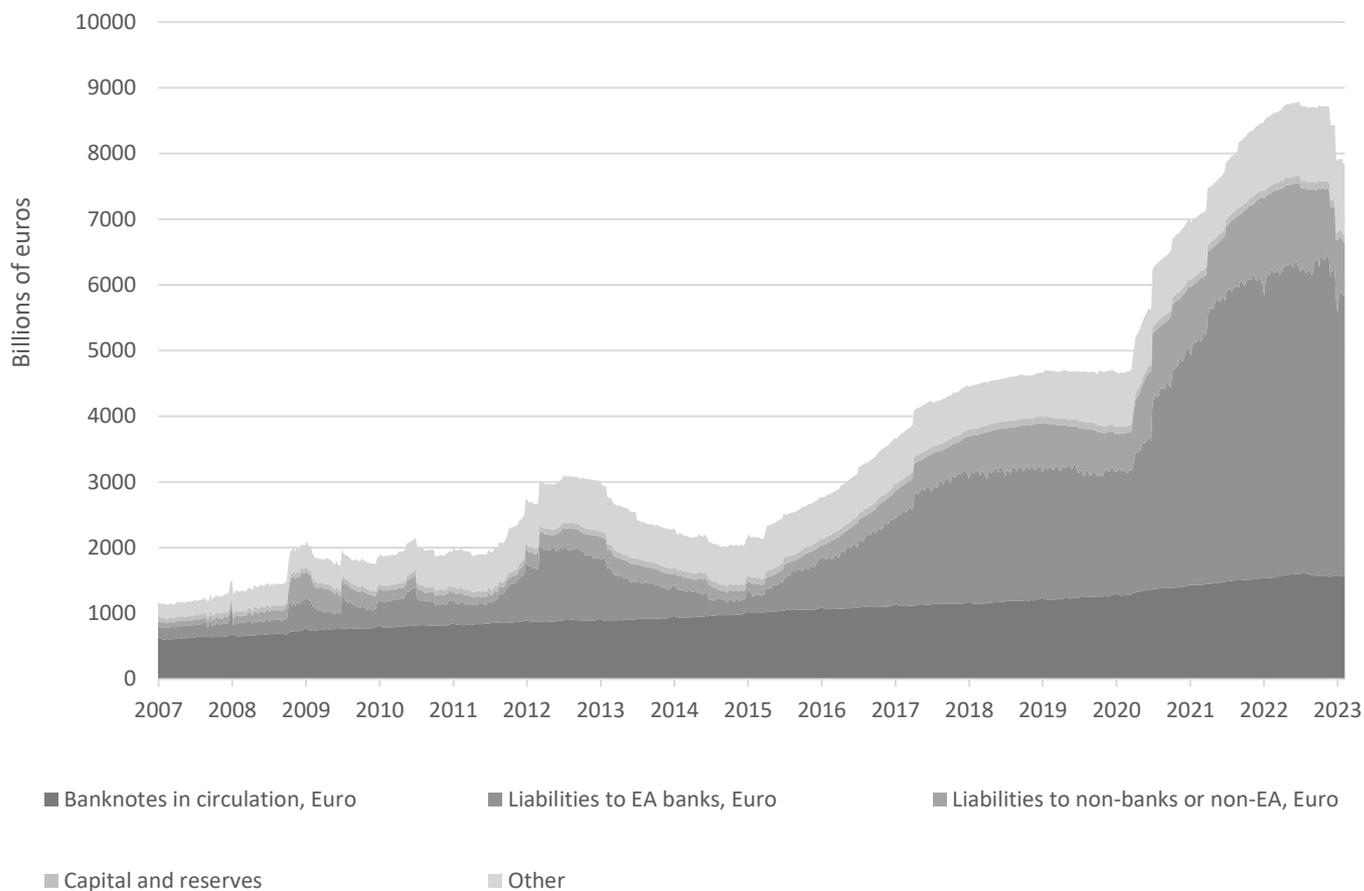
Eurosistem's consolidated assets



La taille du bilan de l'Eurosystème

Le passif fin janvier 2023

Eurosystem's consolidated liabilities



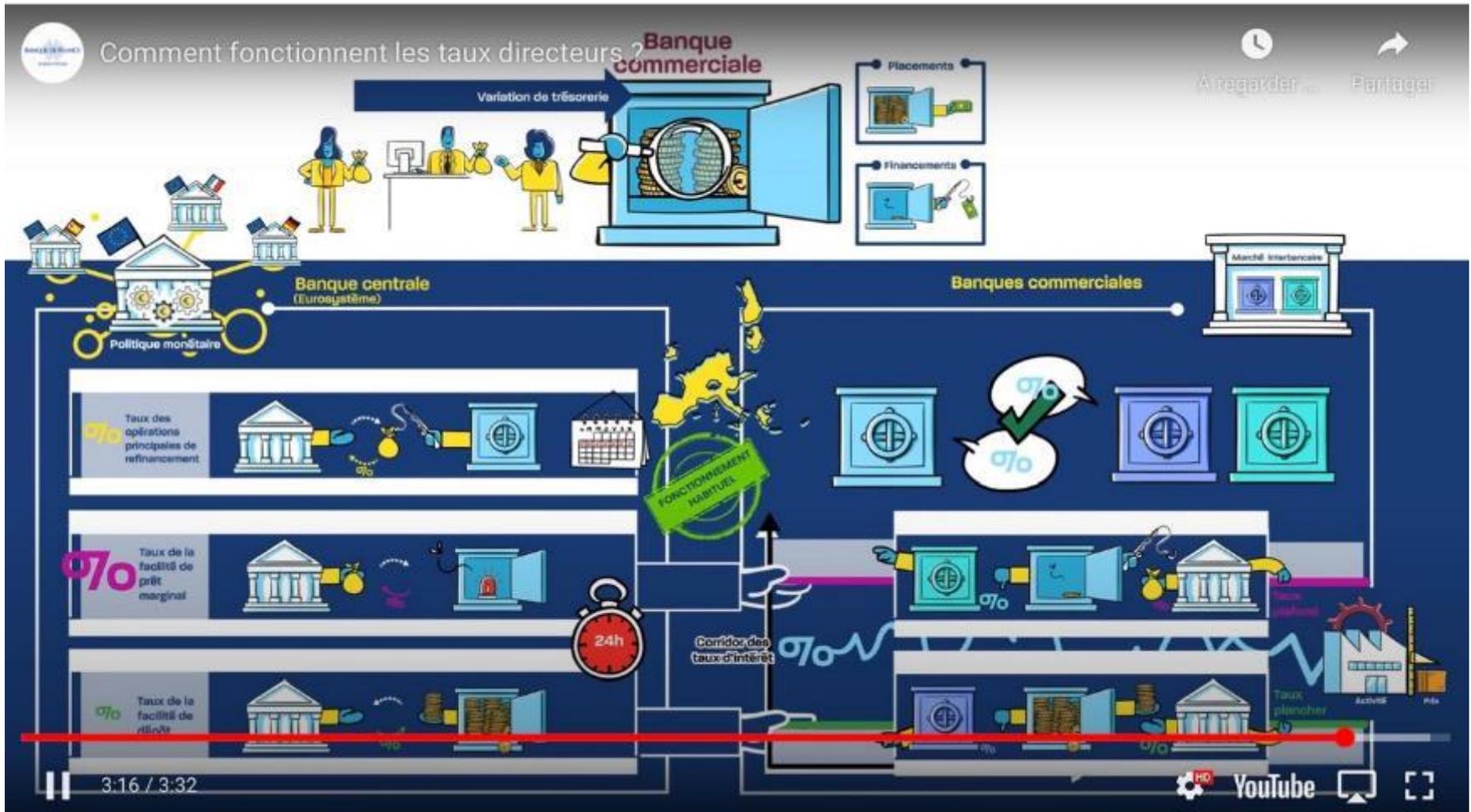
La taille du bilan de l'Eurosystème

De fortes pertes en perspectives pour les banques centrales

Actif (presque 9 000 Mds €)	Passif (presque 9 000 Mds €)
Or	Monnaie en circulation
Réserves de change	Réserves obligatoires
Actifs achetés (APP et PEPP) Environ 5 000 Mds €	Comptes créditeurs des banques commerciales auprès de la banque centrale Environ 4 000 Mds €
Comptes débiteurs des banques commerciales auprès de la banque centrale (refinancement)	Autres passifs
Autres actifs	Fonds propres

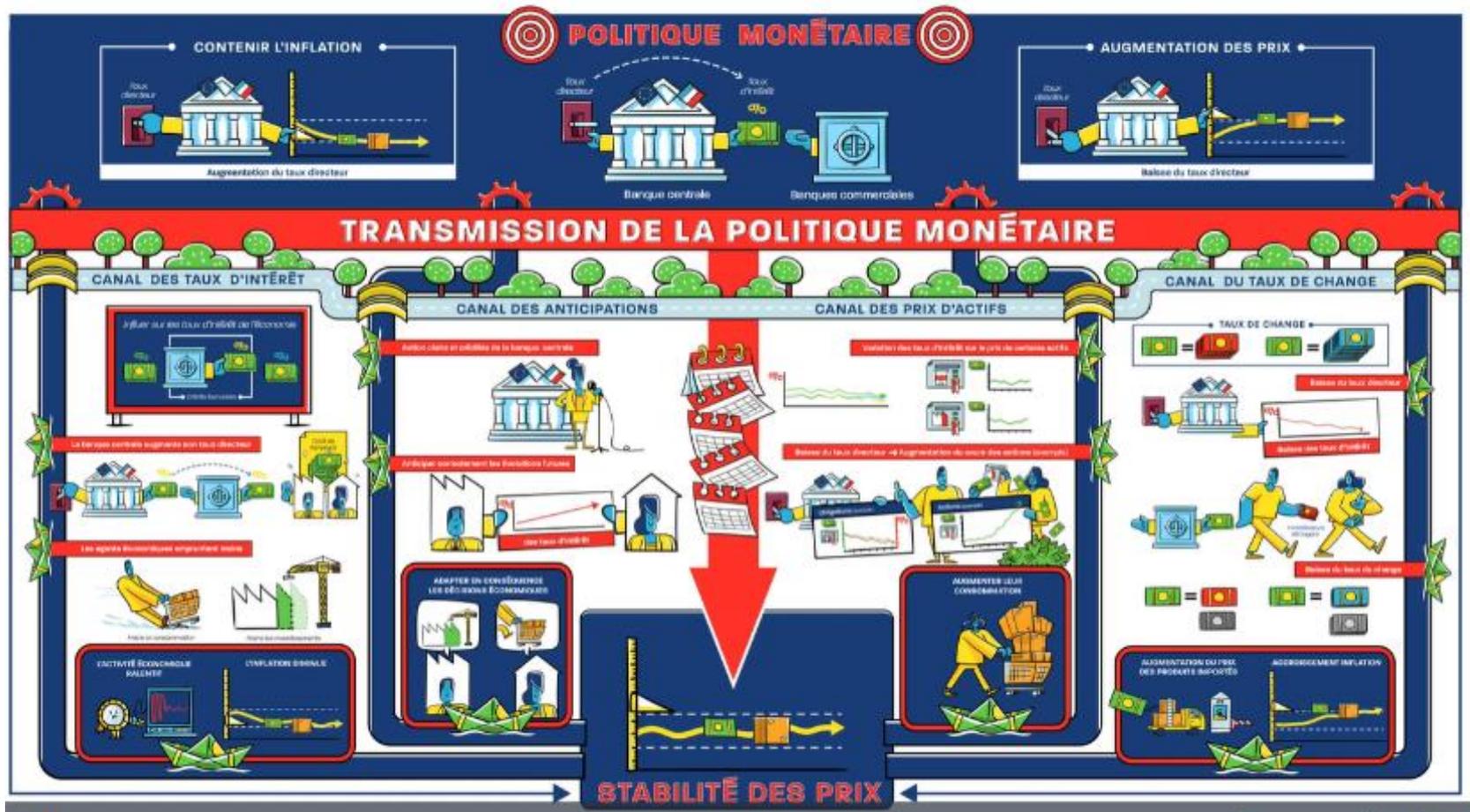
Le refinancement au guichet de la banque centrale

Les taux directeurs



La transmission de la politique monétaire

Les 4 canaux de transmission



Un outil de politique monétaire non conventionnelle

Le Quantitative Easing



1

LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN CHIFFRES

2

LES ENJEUX ACTUELS

3

LE RISQUE DE FRAGMENTATION

Enjeux actuels

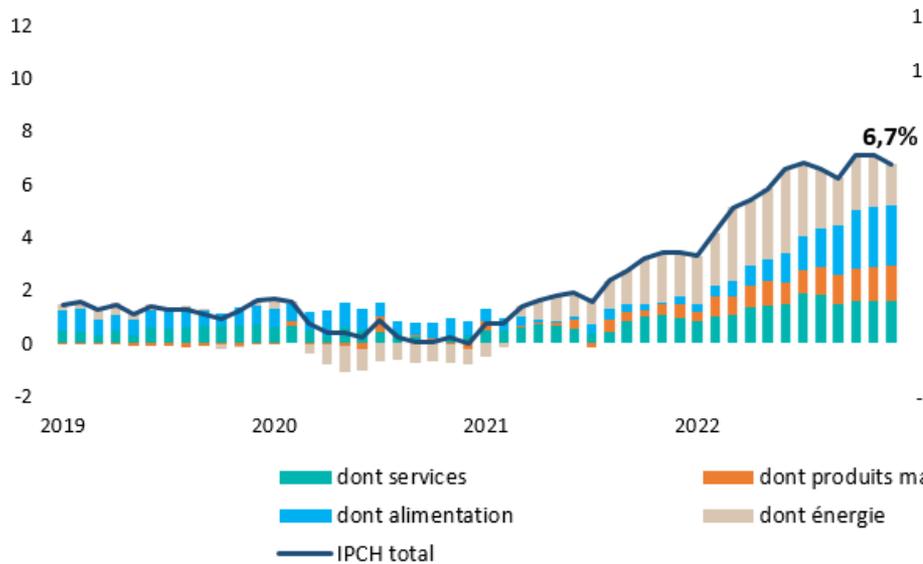
Le retour de l'inflation

IPCH décembre 2022

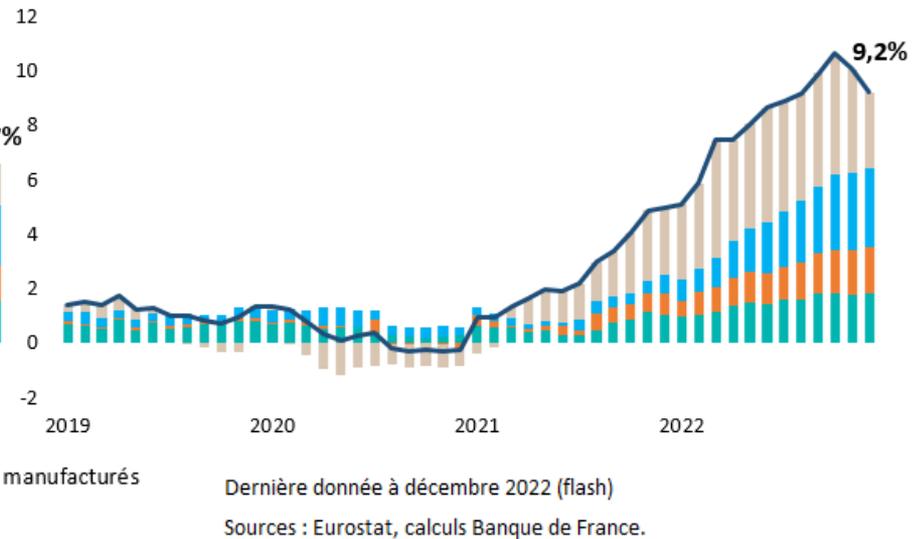
Inflation (indice harmonisé IPCH)

Série mensuelle, taux de croissance en glissement annuel (%)

France



Zone euro



Dernière donnée à décembre 2022 (flash)

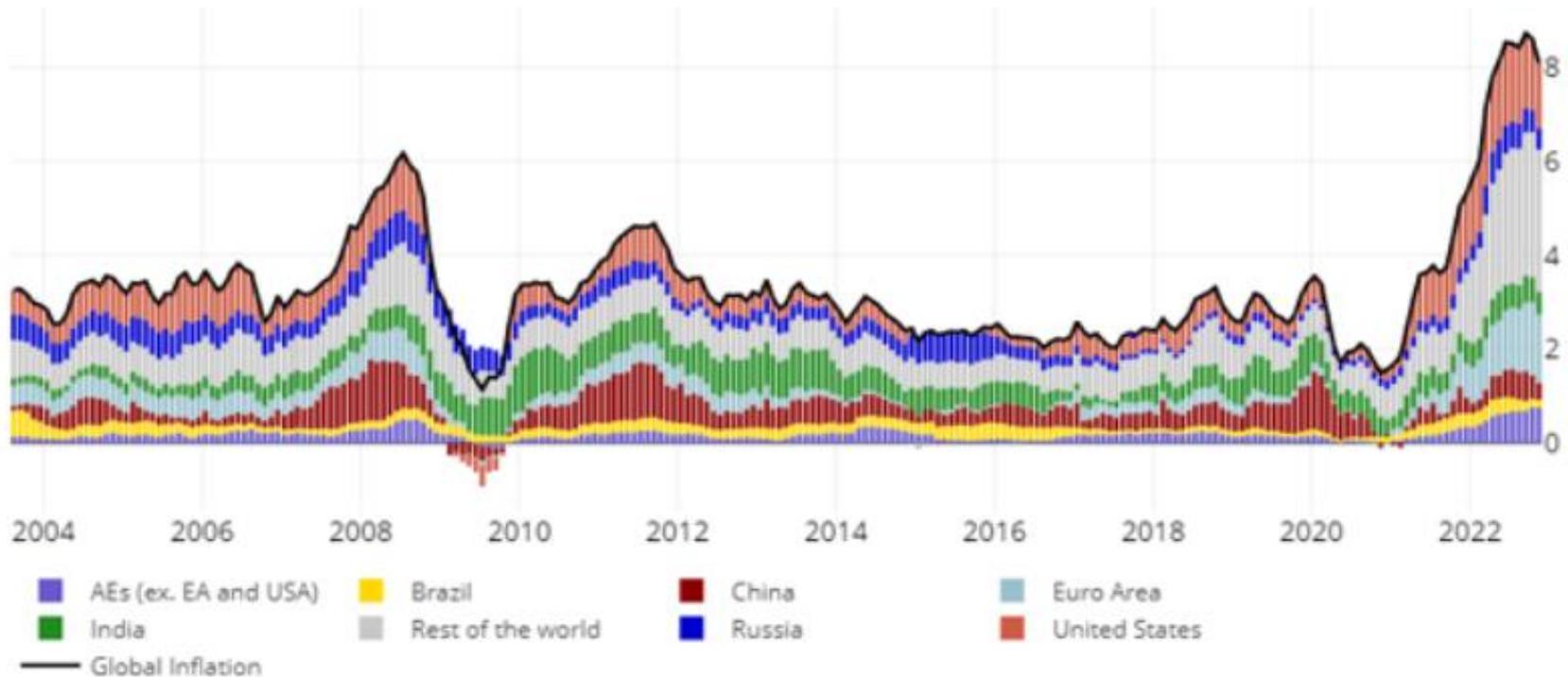
Sources : Eurostat, calculs Banque de France.

Enjeux actuels

Le retour de l'inflation au plan mondial

Inflation mondiale

Sources : OCDE, FMI, calculs BdF ; Dernière données : novembre 2022



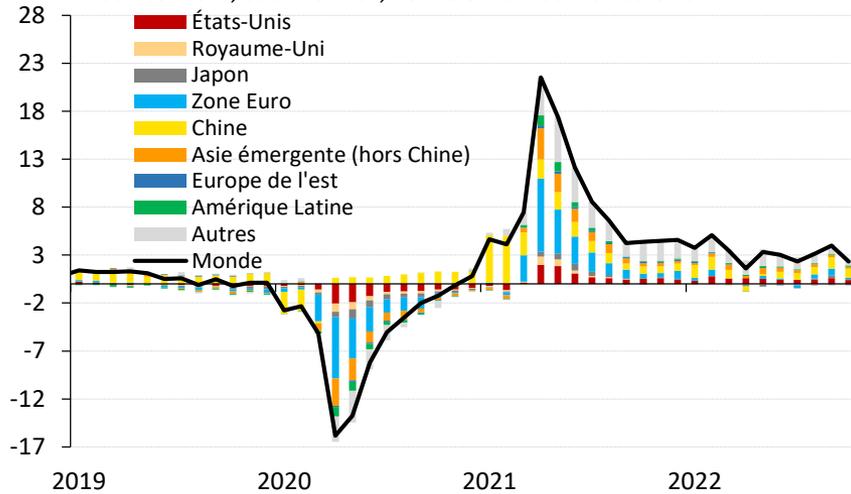
Enjeux actuels

France

Un fort rebond de l'activité post covid

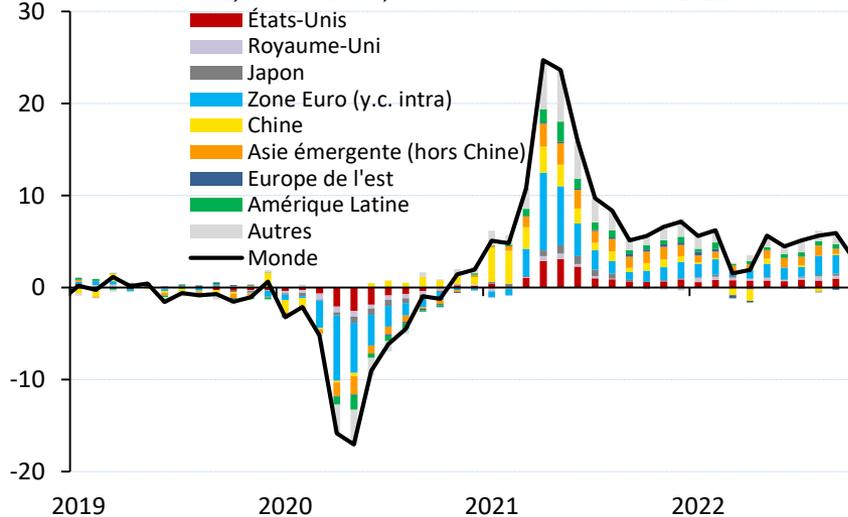
Production industrielle mondiale par zones (en volume, contribution au g.a.)

Sources : CPB, calculs SEMSI ; Dernières données : octobre 2022



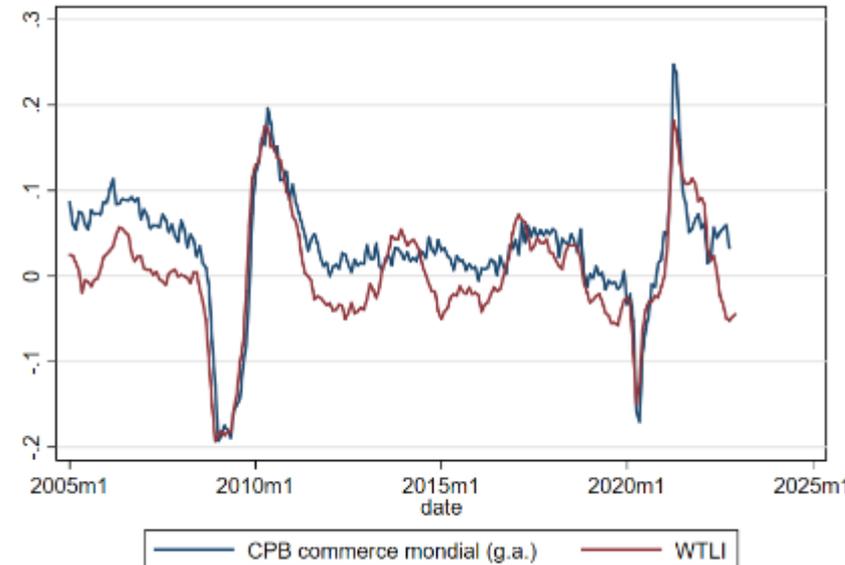
Commerce mondial par zones (en volume, contribution au g.a.)

Sources : CPB, calculs SEMSI ; Dernières données : octobre 2022



Indicateur avancé du commerce mondial (en volume, % g.a.)

Sources : CPB, calculs SEMSI ; Mise à jour de décembre 2022 pour la période de novembre



Enjeux actuels

France

Des tensions dans les chaînes d'approvisionnement mondiale

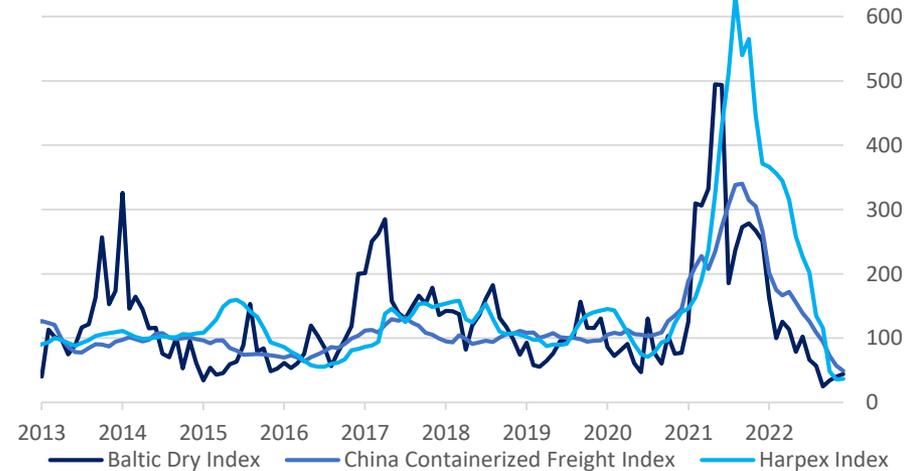
Proportion du fret maritime sur des bateaux immobilisés

Dernier point: décembre 2022



Prix du fret maritime (g.a.)

Sources : Harper Petersen & Co, SSE, Baltic Exchange, via Datastream. Calculs SEMSI ;
Dernières données : décembre 2022

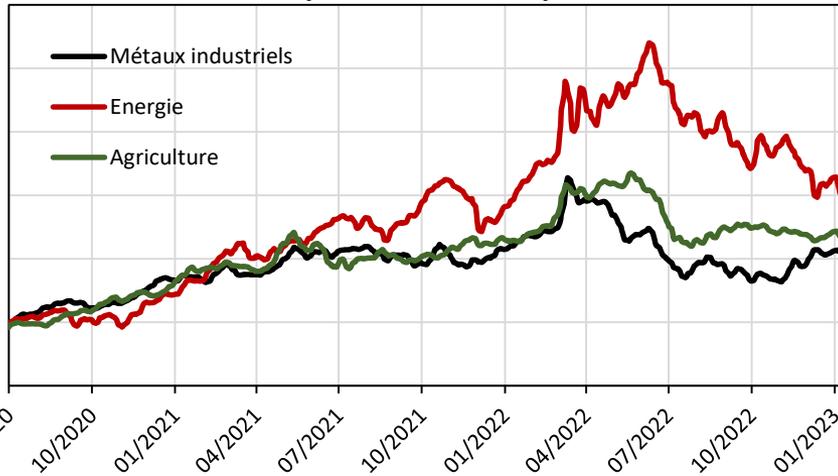


Enjeux actuels

France

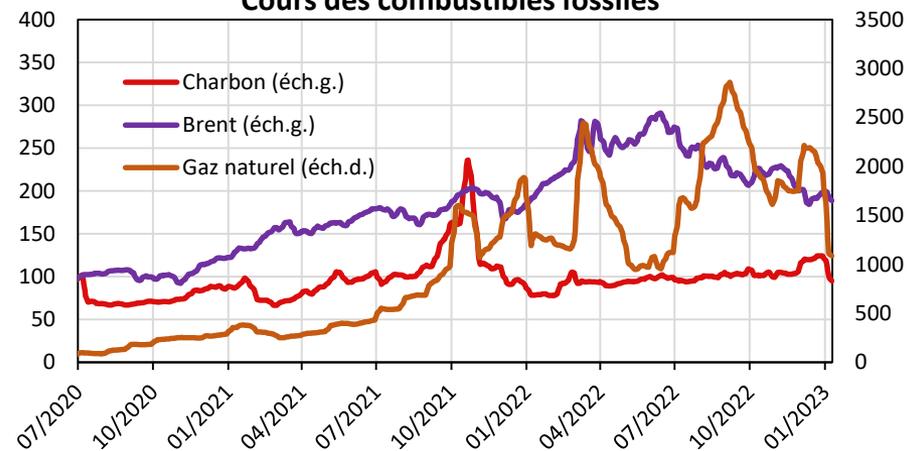
Les indices de prix de matières premières

Indices de prix des matières premières



Note: Cours journaliers lissés sur 5 jours, en USD convertis en indice 100 au 01/07/20.
Sources: S&P GSCI. Dernier point: 09/01/23

Cours des combustibles fossiles



Note: Cours journaliers lissés sur 5 jours, en USD convertis en indice 100 au 01/07/20. Sources: ZCE, ICE, Refinitiv. Dernier point: 09/01/23

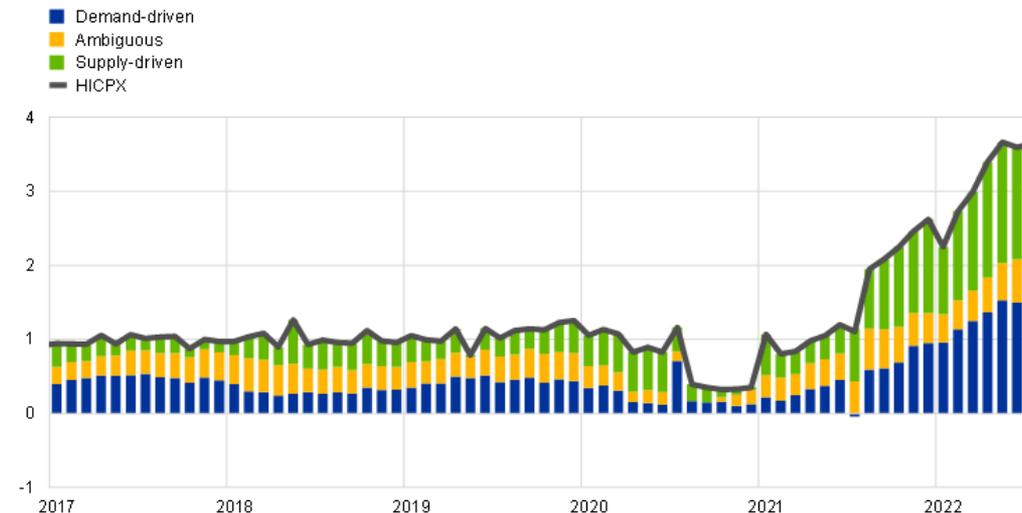
Les enjeux actuels

Dynamique d'inflation dans la zone euro

Analyse par décomposition entre facteurs d'offre et de demande

HICPX inflation – décomposition into supply and demand-driven factors

(annual percentage changes; percentage point contributions)



HICP inflation excluding energy and food (HICPH)

Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

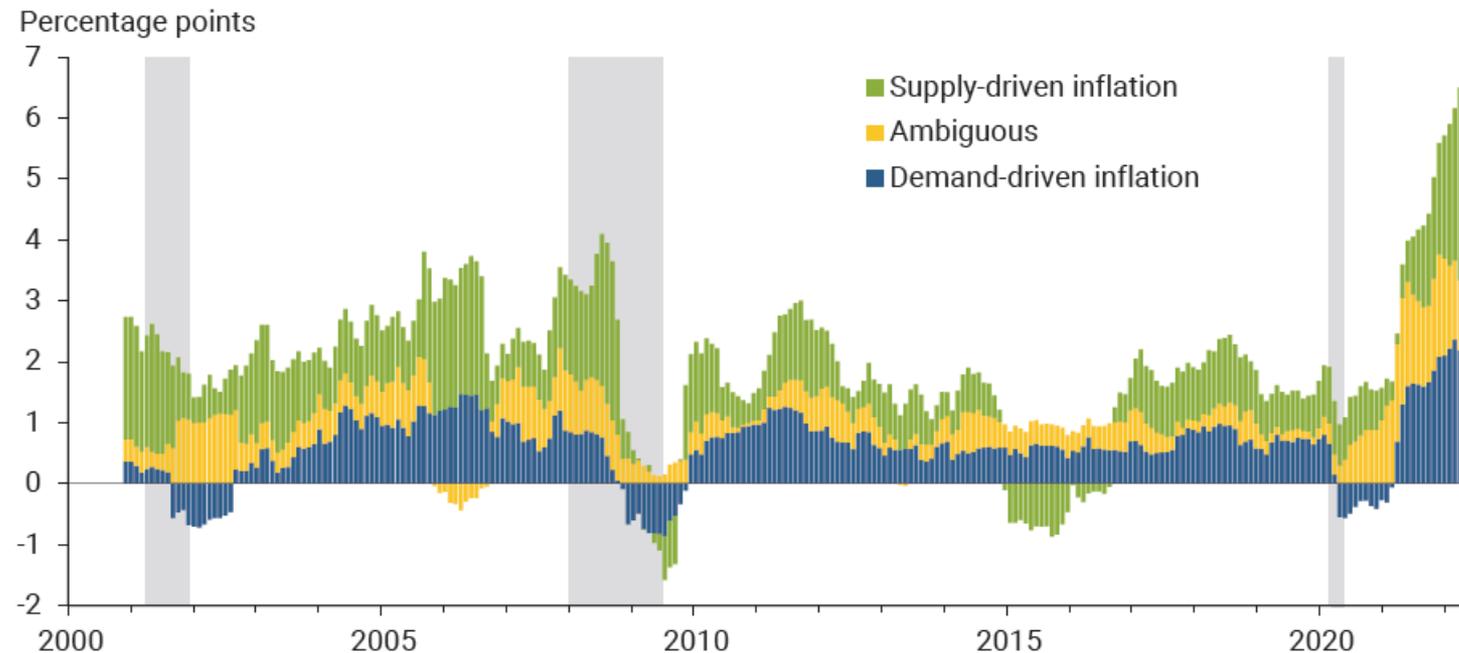
Notes: Seasonally adjusted data. Based on the approach developed by Adam Shapiro. HICPX inflation reflects the sum of demand-driven, supply-driven and ambiguous components, calculated as the trailing sum of the last 12 monthly contributions. While price data are available for August 2022, the latest observation is for July 2022 as the turnover series used as a proxy for activity are published with some delay.

Les enjeux actuels

Dynamique d'inflation aux Etats-Unis

Analyse par décomposition entre facteurs d'offre et de demande

Supply-driven and demand-driven contributions to year-over-year PCE inflation



Note: Data available at [Supply- and Demand-Driven PCE Inflation](#). Gray shading indicates NBER recession dates.

Le resserrement de la politique monétaire

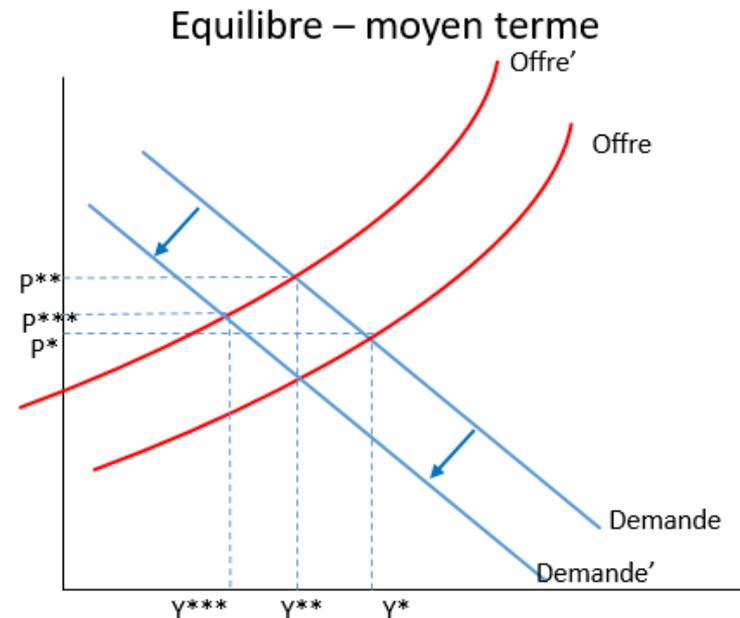
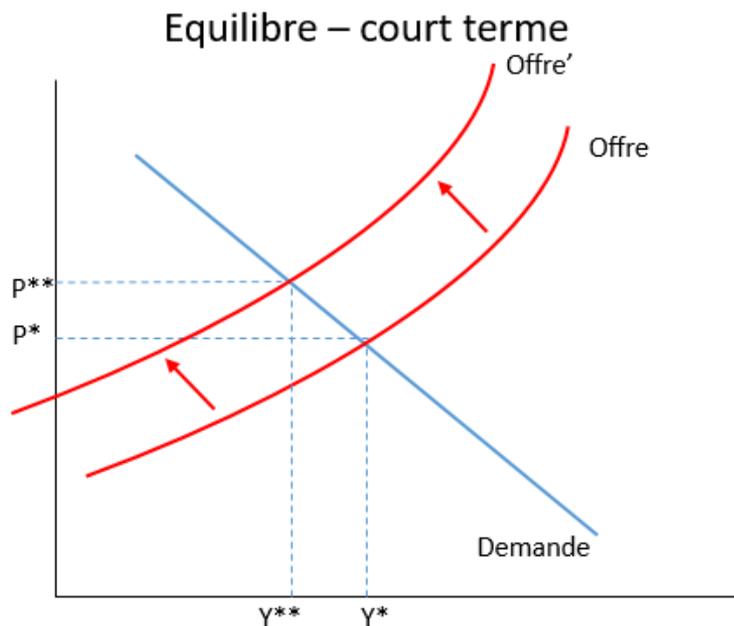
Hausse des taux et réduction du bilan

Au 8 février 2023

Taux de refinancement = 3%
Taux de prêt marginal = 3,25%
Taux de dépôt marginal = 2,50%

A compter de mars 2023

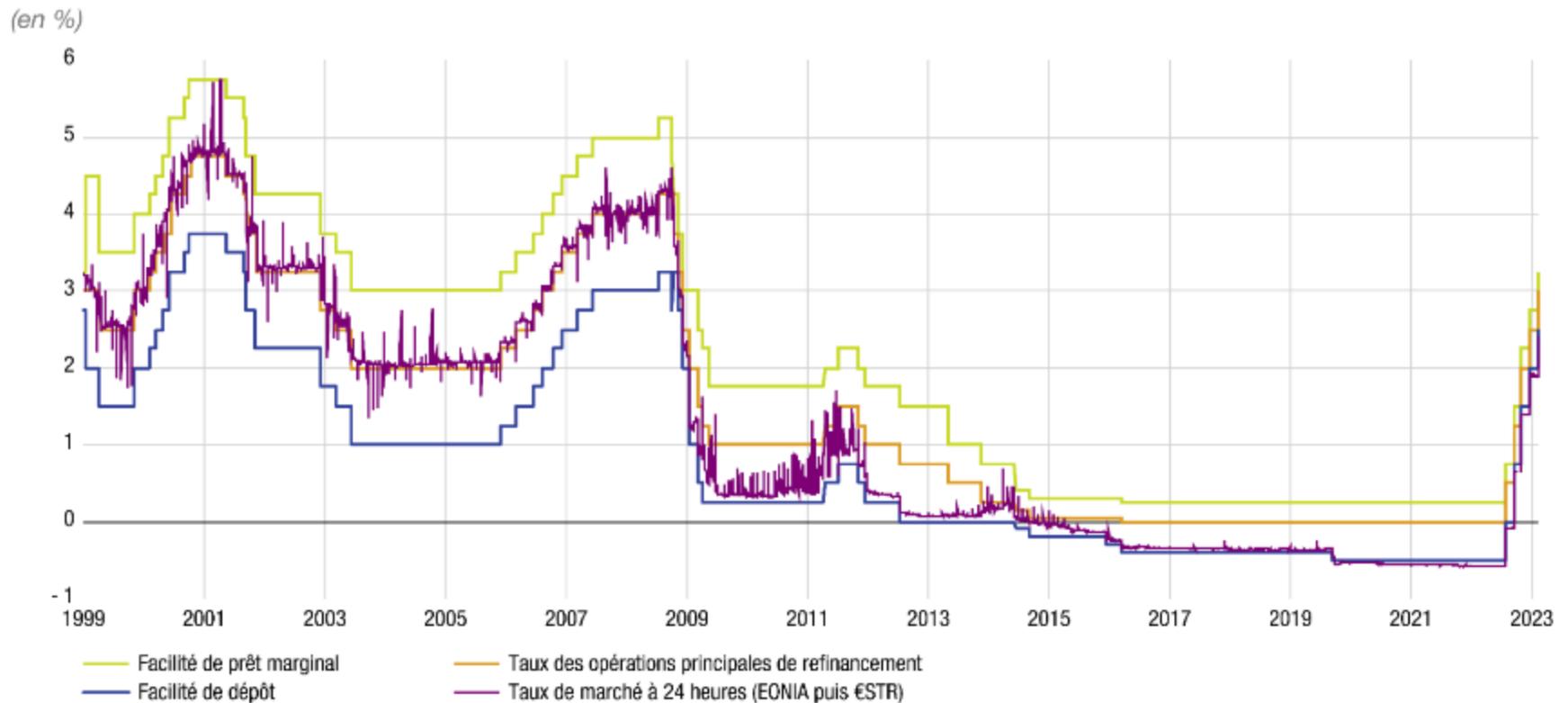
Réduction du bilan à hauteur de 15 Mds € par mois



Enjeux actuels

Remontée des taux directeurs

Le corridor des taux d'intérêt à court terme en zone euro



1

ACTUALISATION SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

2

LES ENJEUX ACTUELS

3

LE RISQUE DE FRAGMENTATION

Hadrien CAMATTE

Chef du pôle Monitoring du Service d'Analyse des Marchés
DGSO/DMPM

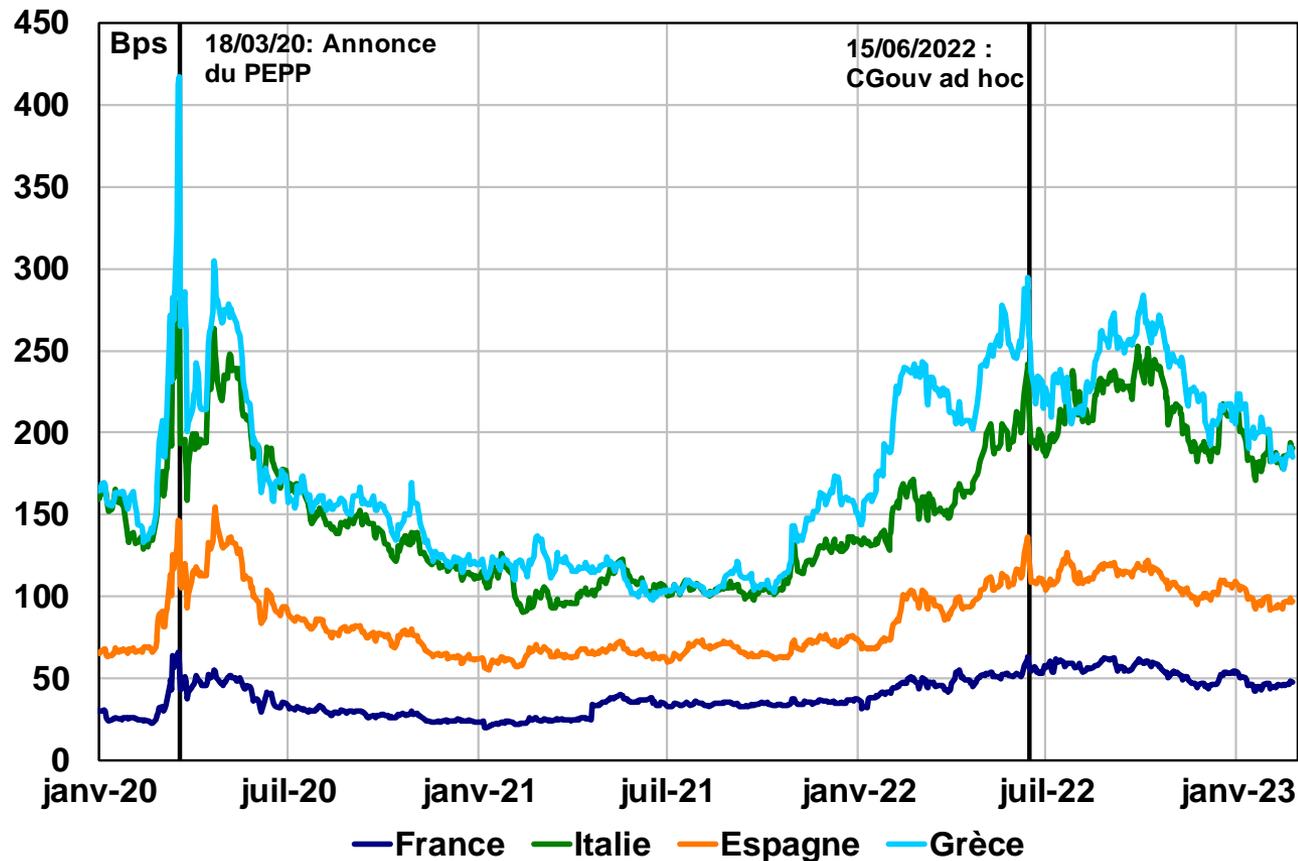
« Tout le monde doit avoir conscience que nous avons dans notre boîte à outils ce filet de sécurité contingent : prévenir la fragmentation fait partie du succès de la normalisation. »

F. Villeroy de Galhau, 6 mai 2022, L'Eurosystème et sa politique monétaire : d'un « dilemme impossible » à une feuille de route possible pour la normalisation

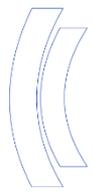


UNE MESURE TRADITIONNELLE DE LA FRAGMENTATION EN ZONE EURO : LES SPREADS VS. BUND (1/2)

Spreads souverains vs. Bund 10 ans depuis janvier 2020



Source : Bloomberg, Banque de France

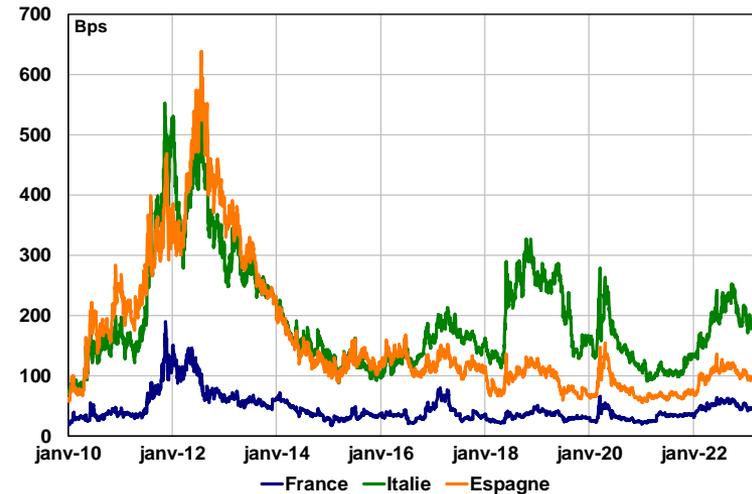
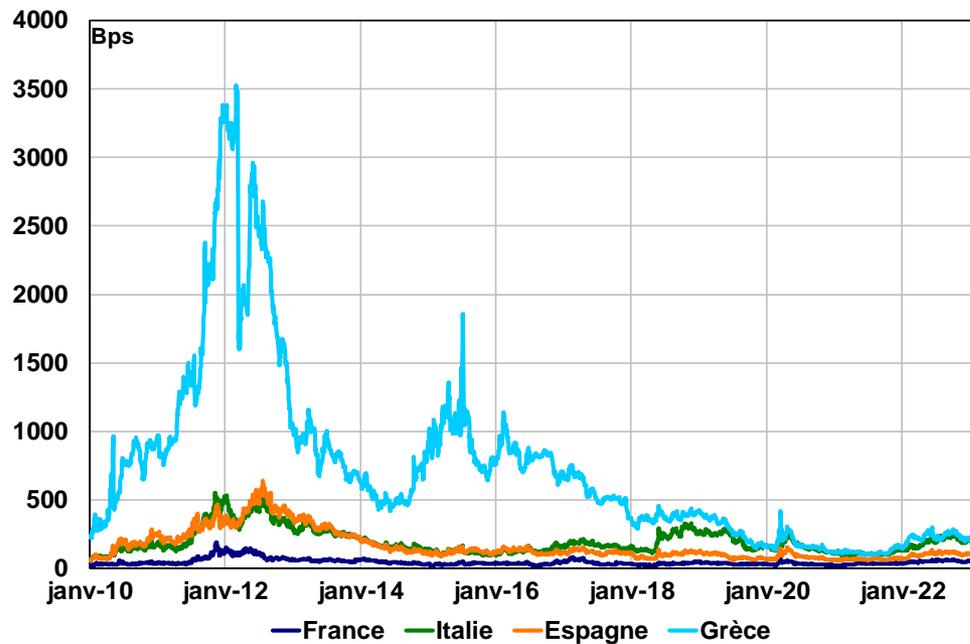


UNE MESURE TRADITIONNELLE DE LA FRAGMENTATION EN ZONE EURO : LES SPREADS VS. BUND (2/2)

Spreads souverains vs. Bund 10 ans depuis janvier 2010

Avec la Grèce

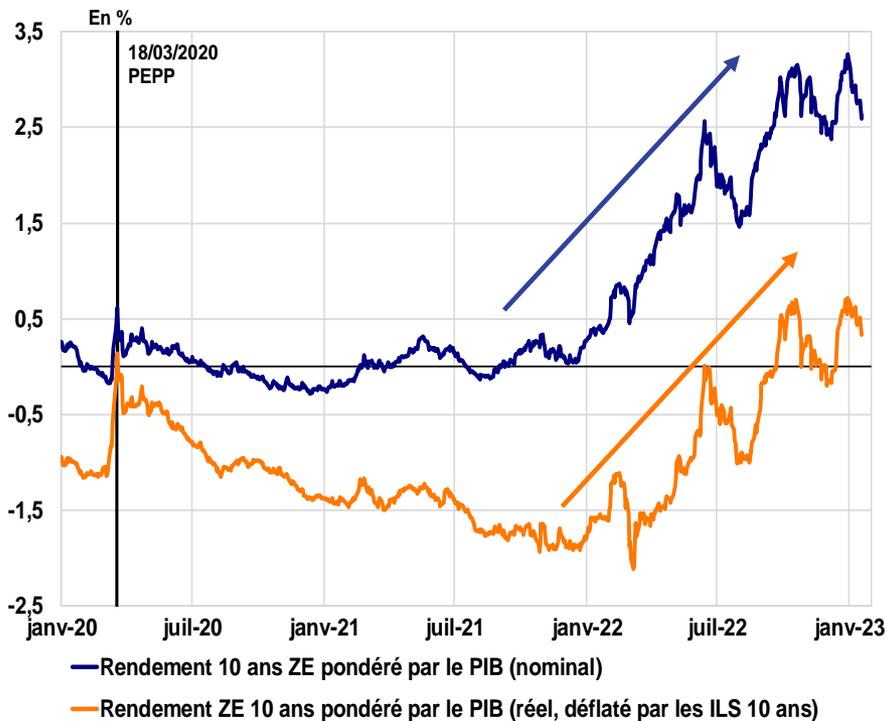
Sans la Grèce



Source : Bloomberg, Banque de France

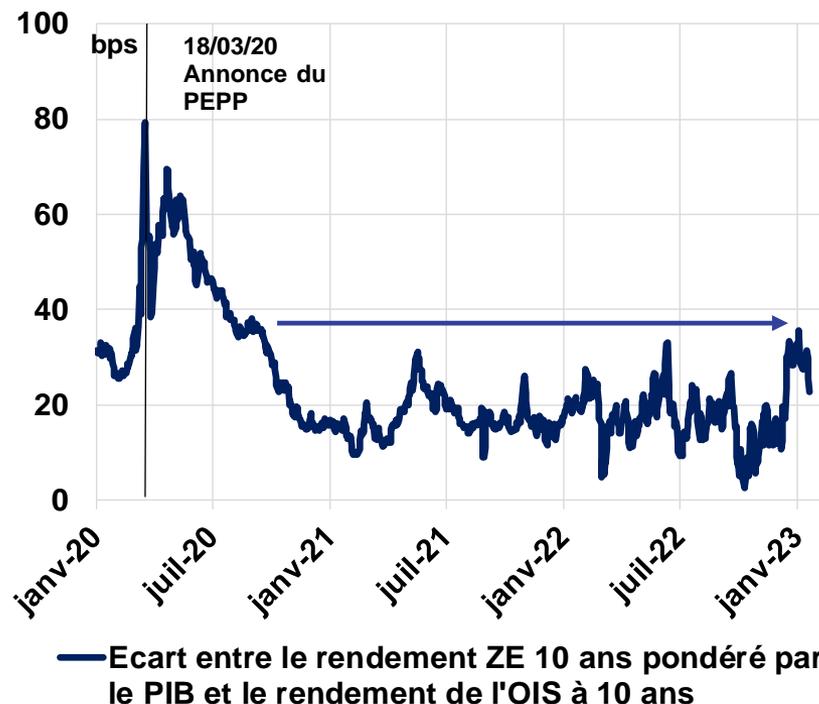
DE NOUVEAUX INDICATEURS SUIVIS DEPUIS LA PANDÉMIE POUR MESURER LE RISQUE DE FRAGMENTATION EN ZONE EURO

Une forte hausse des rendements nominaux et réels en zone euro depuis début 2022...



Source : Bloomberg, Banque de France

... Qui n'a pas été accompagnée par un écartement avec le taux sans risque



*OIS : contrat d'échange de taux dont la jambe variable est indexée sur le taux interbancaire à un jour Eonia considéré comme le taux sans risque

➔ Le rendement à 10 ans zone euro pondéré par le PIB correspond au rendement souverain des 11 principaux pays de la zone euro, pondéré par le PIB de ces pays.

➔ Fragmentation mesurée comme l'écart entre le rendement moyen des obligations d'État de la zone euro à 10 ans pondéré par le PIB et le taux des swaps OIS à 10 ans (Overnight Indexed Swap).

PROGRAMME D'ACHATS : QUE DÉTIENT LA BCE ? QUELS CHANGEMENTS DEPUIS LE DÉBUT DE LA PANDÉMIE ?

Titres détenus par l'Eurosystème dans le cadre de la politique monétaire

Profil des maturités des titres de l'APP et du PEPP

Securities held for monetary policy purposes

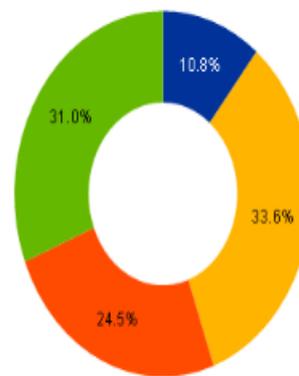
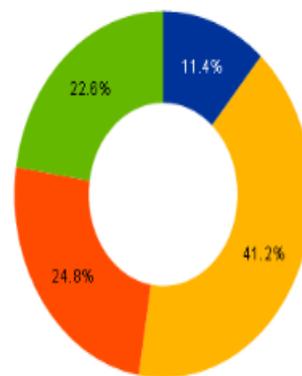
Maturity profile of the APP and the PEPP

En dizaine de milliards €



APP

PEPP



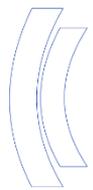
Source: ECB.

Note: For asset-backed securities, the maturity profile is based on the weighted average life of the securities rather than the legal maturity date.

Source: ECB.

➔ À fin mars 2022, le PEPP représentait plus de 1700 Mds€ d'achats nets, dont 97% de titres publics (y compris supranationaux).

➔ À partir de début mars 2023, le portefeuille de l'APP diminuera de 15 Mds d'EUR par mois en moyenne jusqu'à la fin du T2 2023.

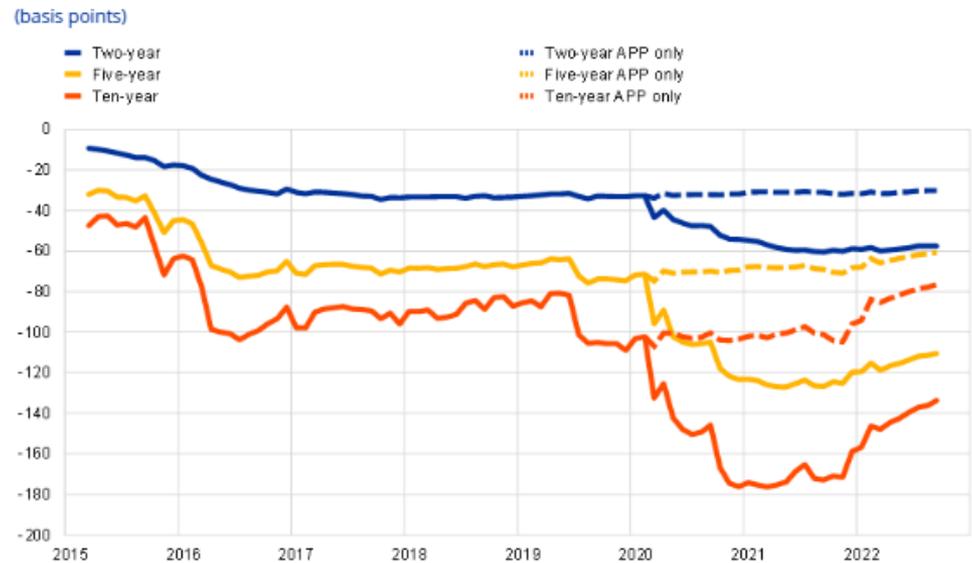


QUELS EFFETS DES PROGRAMMES D'ACHATS SUR LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS EN ZE ?

3 canaux de transmission bien identifiés dans la littérature

1. Effet stock (effet dominant)
2. Effet flux
3. Effet signal

Estimation de l'impact de l'APP et du PEPP sur les primes de terme souveraines



Source: ECB calculations.

Notes: APP impacts are estimated on the basis of an arbitrage-free affine model of the term structure with a quantity factor (see Eser, F. et al., 2019). PEPP impacts are derived as averages of the estimated impact using the same model and an alternative version of the model recalibrated so that the model-implied yield reactions to the March 2020 announcement of the PEPP match the two-day yield changes observed after 18 March. Estimates refer to GDP-weighted averages of the zero-coupon yields of the four largest euro area countries (Germany, Spain, France, and Italy). The latest observations are for September 2022.

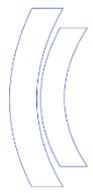
Source : BCE



L'INSTRUMENT DE PROTECTION DE LA TRANSMISSION (IPT), POUR LUTTER CONTRE TOUTE FRAGMENTATION INJUSTIFIÉE

Principales caractéristiques de l'Instrument de Protection de la Transmission (Communiqué de presse de la BCE, 21 juillet 2022)

Objectif	L'IPT pourra être activé pour lutter contre une dynamique de marché injustifiée, désordonnée qui représente une menace grave pour la transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro.
Caractéristiques	L'Eurosystème peut effectuer des achats sur le marché secondaire de titres émis dans des juridictions qui connaissent une détérioration des conditions de financement non justifiée par les données fondamentales du pays.
Paramètres	<ul style="list-style-type: none">• Titres publics• Échéances entre 1 et 10 ans• Des achats de titres du secteur privé pourraient être envisagés, si approprié
Éligibilité	<ol style="list-style-type: none">1. le respect du cadre budgétaire de l'UE2. l'absence de déséquilibres macroéconomiques sévères3. la soutenabilité budgétaire4. des politiques macroéconomiques saines et soutenables
Activation des achats	<p>La décision du Conseil des gouverneurs d'activer l'IPT sera fondée sur une évaluation complète d'indicateurs de marché et de transmission, sur une évaluation des critères d'éligibilité et sur le jugement que l'activation des achats dans le cadre de l'IPT est proportionnée à la réalisation de l'objectif principal de la BCE.</p> <p>Les achats prendront fin sur la base soit du constat d'une amélioration durable de la transmission, soit d'une évaluation selon laquelle les tensions persistantes sont dues aux fondamentaux du pays</p>



ANNEXES

UN EXEMPLE RÉCENT DE FRAGMENTATION : LA CRISE DES LIABILITY DRIVEN INVESTMENT AU ROYAUME-UNI

Rendements des titres obligataires souverains britanniques à 30 ans lors de la crise des LDI



Source : Bloomberg, Banque de France

ARRATA, NGUYEN (2017) REVUE DE LITTÉRATURE SUR LES EFFETS DES ACHATS D'ACTIFS SUR LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS

Table 2: Results from literature on central banks purchase programs

Authors	Prog.	Results (Stock effects rescaled for 10% of outstanding purchased)
D'Amico and King (2013)	US LSAP1	Stock effects: -100 bps Flow: -3.5 bps
Meaning and Zhu (2011)	US LSAP1&2	Stock effects: -32 bps Flow: -3.5 bps (LSAP1) -4.7 bps (LSAP2)
Meaning and Zhu (2011)	UK APF	Stock effects: -9.3 bps Flow: -1.5 bps
Joyce et al. (2010)	UK APF	Stock effects: -40 bps Flow: -2.5 bps
Andrade et al. (2016)	PSPP	Flow: no significant effect Stock (event study on announcement and implementation dates) -27 bps
Koijen et al. (2016)	PSPP	Stock (estimated on country-level purchases predicted by capital key): -35bps
Arrata and Nguyen	PSPP FR	Stock effects: -13 bps (average, OLS) -26 bps (IV) Flow effects: mostly inexistant

We report the average effect of our results in OLS and IV for purchased bonds. For Andrade et al. (2016), we cite the result obtained in an event study. Euro area total government debt is approximately 11 trillion Eur, and at inception PSPP size was approximately 1,1 trillion, and thus approx. 10% of outstanding.

Evaluation de cette conférence

Votre avis nous intéresse

Aller vers

app.klaxoon.com

QHIEW5E

app.klaxoon.com/join/QHIEW5E

