

# Les objectifs de la politique monétaire en 2016

Olivier BRUNEAU

Directeur Départemental d'Indre-et-Loire

Lycée DESCARTES (1596-1650) – Tours le 21 avril 2016

# Une répétition de 2008 ou une sur-réaction des marchés?



# LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN 2016

## A. QUELQUES RAPPELS THEORIQUES

A1. LES BIENFAITS DE LA STABILITE DES PRIX

A2. LE ROLE DES BANQUES

## B. LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ?

B.1. QUEL EST LE MANDAT DE LA BANQUE CENTRALE ?

B.2. QUELS SONT LES DÉFIS ACTUELS ?

B.3. LE RECOURS À DES MESURES NON CONVENTIONNELLES

B.4. DES RÉSULTATS CONCRETS

## C. QU'EN EST-IL DES RISQUES ?

C.1. L' EVALUATION ET LA MAITRISE DES RISQUES

C.2. NE RIEN FAIRE ?

C.3. GAINS DE CROISSANCE

## D. CONCLUSION

# A. QUELQUES RAPPELS THEORIQUES

## A.1. Les bienfaits de la stabilité des prix

- L'inflation se caractérise par une hausse généralisée des prix des biens et des services.
- Qui conduit à une baisse de la valeur de la monnaie et donc de son pouvoir d'achat.
- La déflation est souvent définie comme le contraire de l'inflation soit une baisse générale des prix pendant une période prolongée.
- Ces deux phénomènes sont donc nocifs au développement économique.



# A. QUELQUES RAPPELS THEORIQUES

## A.1. Les bienfaits de la stabilité des prix

- La stabilité des prix réduit l'incertitude quant à l'évolution générale des prix,
- Réduit les primes de risque sur l'inflation contenue dans les taux d'intérêt,
- Évite les opérations de couverture inutiles et coûteuses,
- Et contribue à la stabilité financière.

# A. QUELQUES RAPPELS THEORIQUES

## A.2 Le Rôle des Banques

- En théorie classique les banques assurent la transformation de l'épargne en crédits.
- Ce phénomène n'étant pas ajusté dans le temps, il génère des besoins de liquidités des banques.
- Qui se refinancent auprès de la banque centrale, rémunérée par un taux d'intérêt.
- La banque centrale peut agir sur les volumes et sur le taux.



# A. QUELQUES RAPPELS THEORIQUES

## A.2 Le Rôle des Banques

- En théorie, en accordant plus de liquidités aux banques à des taux bas, ces dernières vont prêter plus et moins cher aux agents économiques.
- Ce qui va stimuler la demande de biens et services, demande, qui à son tour provoquera une accélération de la production et donc de la croissance.

# LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN 2016

## A. QUELQUES RAPPELS THEORIQUES

A1. LES BIENFAITS DE LA STABILITE DES PRIX

A2. LE ROLE DES BANQUES

## B. LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ?

B.1. QUEL EST LE MANDAT DE LA BANQUE CENTRALE ?

B.2. QUELS SONT LES DÉFIS ACTUELS ?

B.3. LE RECOURS À DES MESURES NON CONVENTIONNELLES

B.4. DES RÉSULTATS CONCRETS

## C. QU'EN EST-IL DES RISQUES ?

C.1. L' EVALUATION ET LA MAITRISE DES RISQUES

C.2. NE RIEN FAIRE ?

C.3. GAINS DE CROISSANCE

## D. CONCLUSION



## B. LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

### B.1. Quel est le mandat de la Banque Centrale ?

- Fed, BCE : des objectifs similaires
  - Dans la zone euro, la stabilité des prix est l'objectif principal.
- Une même cible aux alentours de 2 % d'inflation
  - Un taux d'inflation « inférieur à, mais proche de 2 %, à moyen terme » ; que nous n'atteignons pas actuellement dans la zone euro.
  - L'inflation au sein de la Zone Euro est calculée par l'observation d'un indice : Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH).



## B. LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

### B.1. Quel est le mandat de la Banque Centrale ?

- Cet indice est publié par Eurostat, Il permet de mieux représenter les variations au fil du temps du prix d'un panier représentatif des dépenses de consommation de la zone euro.
- Il est calculé en prenant en compte pour 58% le prix des biens et pour 42% le prix des services.
- Le niveau inférieur mais proche de 2% permet donc de garder une marge de sécurité contre la déflation.

# B. LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

## B.2. Quels sont les défis actuels ?

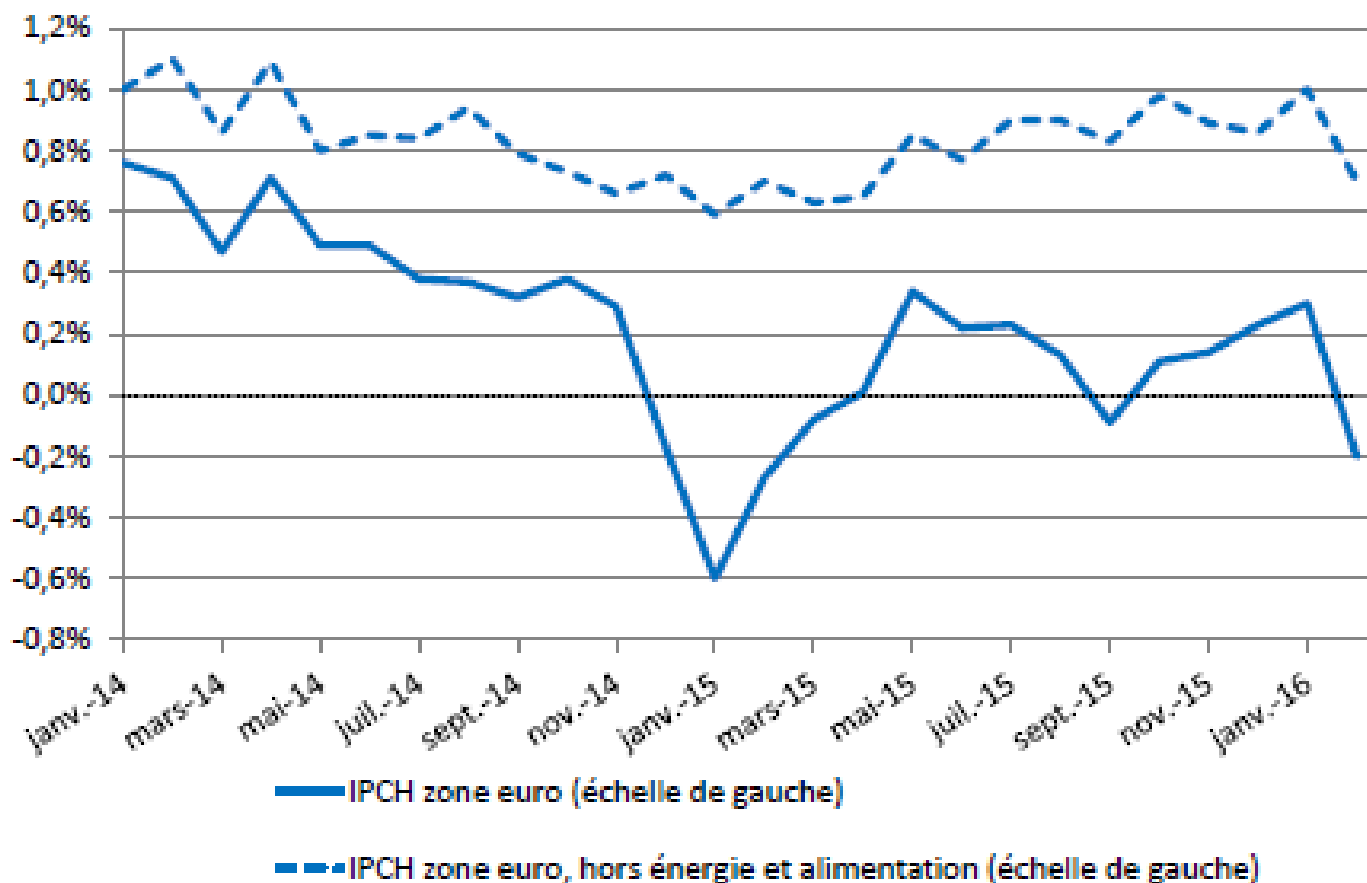
- De nombreuses pressions désinflationnistes voire déflationnistes
- Le risque d'un désancrage des anticipations des agents économiques

## B. LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

### B.2. Quels sont les défis actuels ?

L'inflation reste trop basse en zone euro

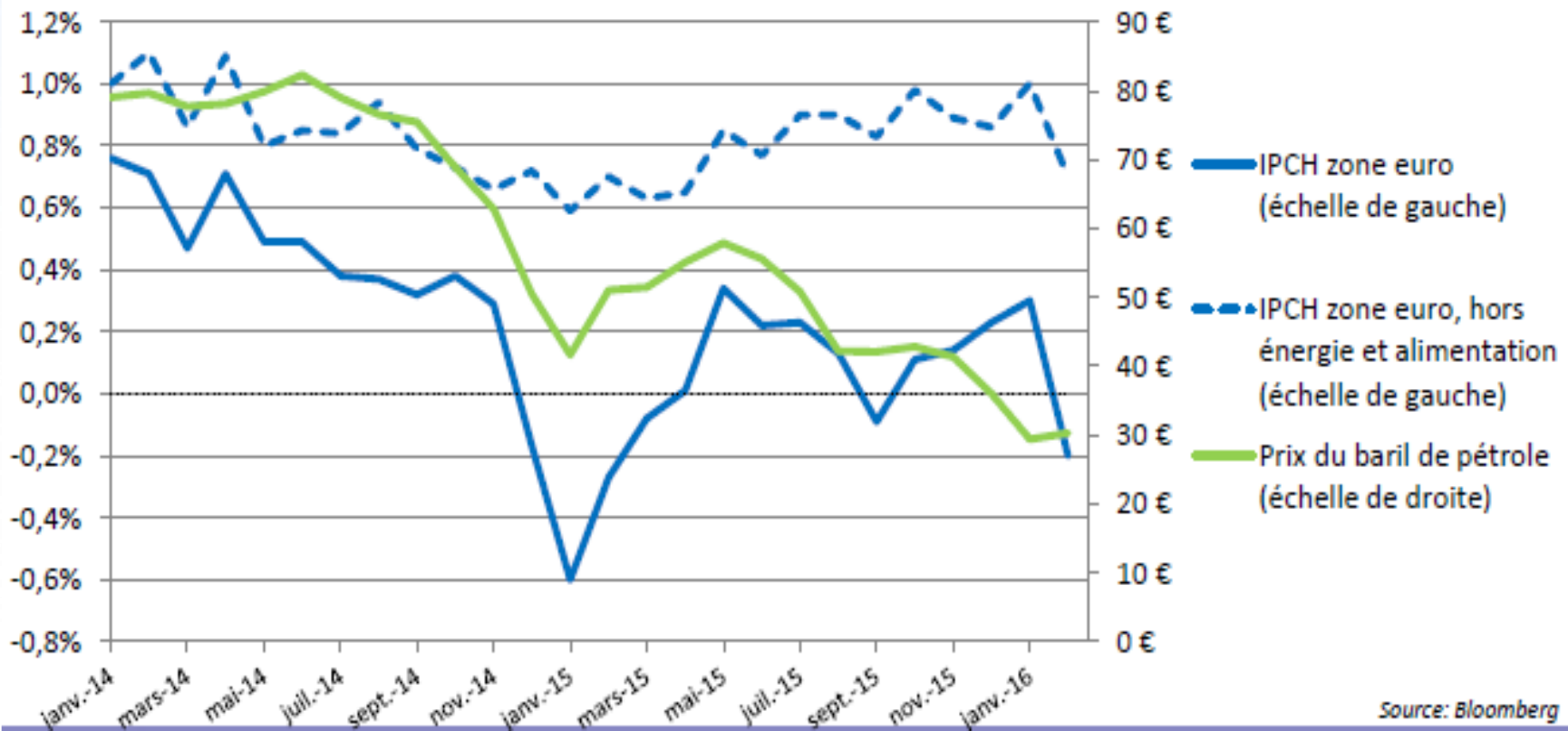
Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la zone euro



## B. LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

### B.2. Quels sont les défis actuels ?

- De nombreuses pressions désinflationnistes : l'impact du prix du pétrole



Source: Bloomberg

## B. LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

### B.2. Quels sont les défis actuels ?

« Le danger c'est la déflation pas l'inflation »

*(François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France le 27/02/2016)*

- La Déflation, soit la réduction généralisée des prix entraîne la baisse de la masse monétaire, la contraction des crédits, les anticipations rationnelles des ménages les incitent alors à la thésaurisation, ce qui provoque une réduction de la demande et la baisse de la production et donc de l'emploi.
- La baisse des prix entraîne aussi la réduction de la valeur des patrimoines.
- Les taux d'intérêts réels augmentent la charge des emprunteurs, l'alourdit, et leur incapacité à rembourser entraîne l'appauvrissement des prêteurs.
- Il se produit alors un effet de spirale et le phénomène s'aggrave.

## B. LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

### B.2. Quels sont les défis actuels ?

- Plus le taux directeur de la Banque Centrale s'approche de Zéro et plus son efficacité diminue.
- En septembre 2012, le taux directeur de la BCE atteint 1 %, ce qui la conduit à mettre en place une politique non conventionnelle.
- C'est-à-dire qu'elle ne va pas simplement utiliser les taux mais également intervenir directement sur les marchés.

## B. LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

### B.3. Rappel des principales mesures prises par l'Eurosystème

<b>Sept. 2012</b>	Opérations Monétaires sur Titres (OMT) : Option d'achat de titres de dette souveraine de moins de 3 ans sous conditions.
<b>Juil. 2013</b>	Forward Guidance : engagement à maintenir/baisser les taux directeurs.
<b>Juin- Sept. 2014</b>	TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) : prêt à 4 ans aux banques au MRO (Market Refinancing Operations)
	Taux négatifs de la facilité de dépôt, fixé à -0,2%.
<b>Janv. 2015</b>	APP (Asset Purchase Program) : achats mensuels de 60 milliards €, de mars 2015 jusqu'en septembre 2016 ou au-delà si besoin (y compris ABS – Asset Backed Securities- & CBPP –Covered Bonds Purchasing Program.).
<b>Déc. 2015</b>	Extension des achats mensuels jusqu'à fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire,
	Taux de la facilité de dépôt réduit à -0,3%.



## B. LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

### B.3. Le recours à des mesures non conventionnelles

<b>Mars 2016</b>	Taux Directeurs à Zéro,
	Taux de facilité de Dépôt réduit à -0.4%,
	Augmentation de l'enveloppe mensuelle de rachat d'actifs à 80 milliards d'euros,
	Les obligations d'entreprises bien notées deviennent éligibles.

Ces mesures sont valables jusqu'en mars 2017, voire au-delà si nécessaire (Forward Guidance)

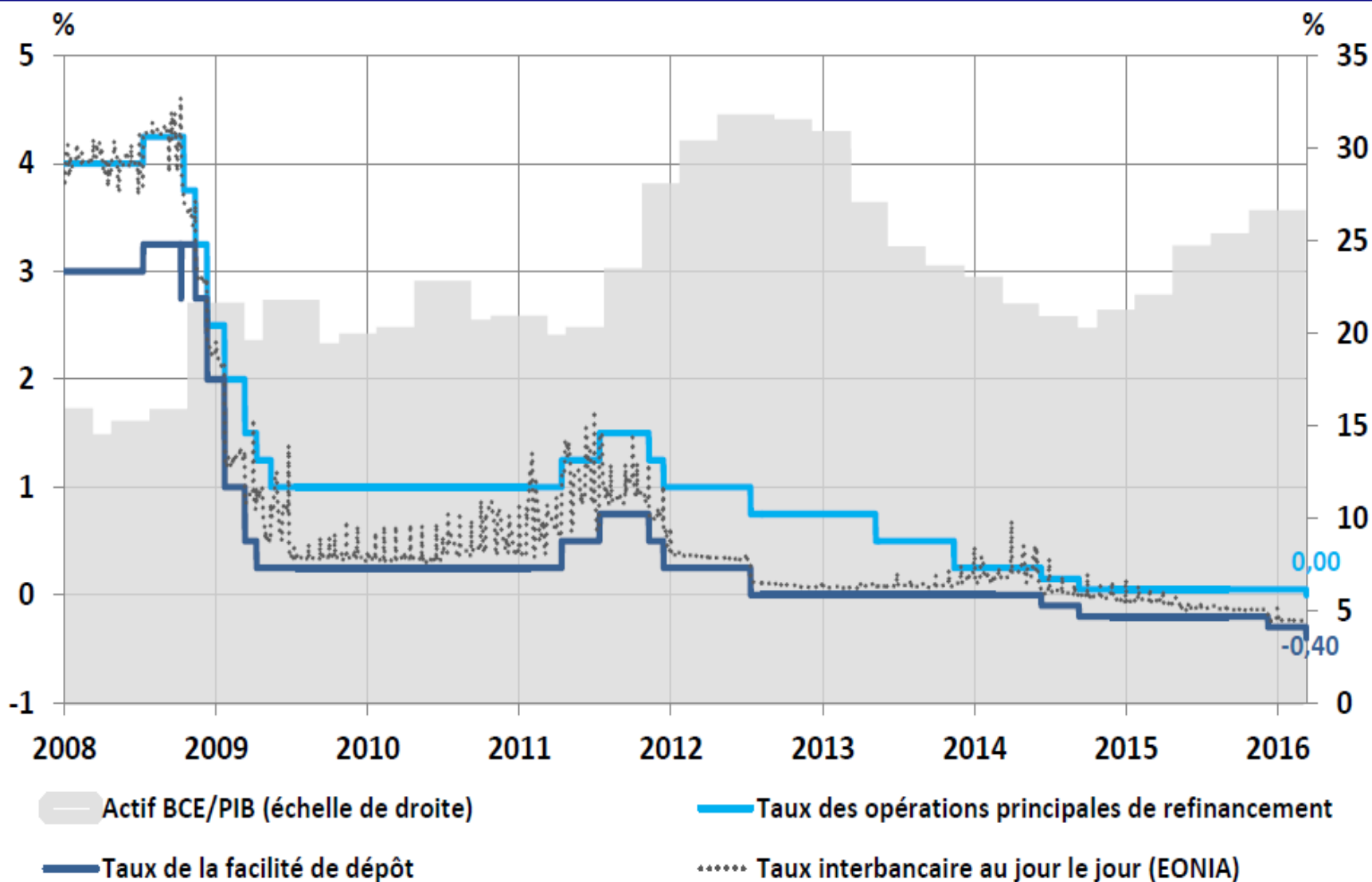
## B.4. DES RESULTATS CONCRETS

### Les mesures décidées par la BCE depuis 2014 « *ont produit des résultats tangibles* » :

- Elles ont permis d'assouplir les « *conditions d'emprunt pour les entreprises de la zone euro* »,
- « *de stimuler les prêts à l'économie réelle* »,
- L'impact est évalué à 0,3 point de croissance sur les 1,1% atteints en 2015 – voire à 0,4 point selon l'Insee – ce qui « *représente environ 80 000 créations d'emplois pour l'économie* »...

(François VILLEROY de GALHAU – Conférence du 22/03/2016)

## B.4. DES RESULTATS CONCRETS



## B.4. DES RESULTATS CONCRETS

### Ex. : Impact estimé sur PIB et IPCH (calculs nov. 2015)

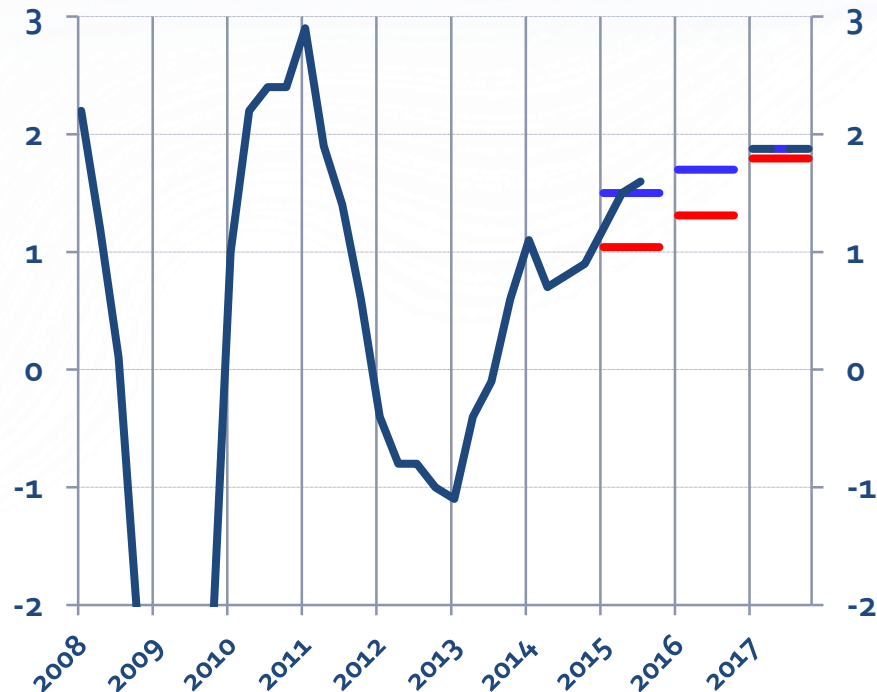
Barres bleues > rouges : impact substantiel sur la croissance du PIB (2015-17 : +1%) et le retour d'inflation (2016 : +0,5) à un niveau cohérent avec le mandat (2017 ≈ +0,3 %)

Barre bleue : prévision moyenne sur l'année

Barres rouge : " " " hors APP

Noir : glissement annuels observés et prévus

#### Croissance du PIB



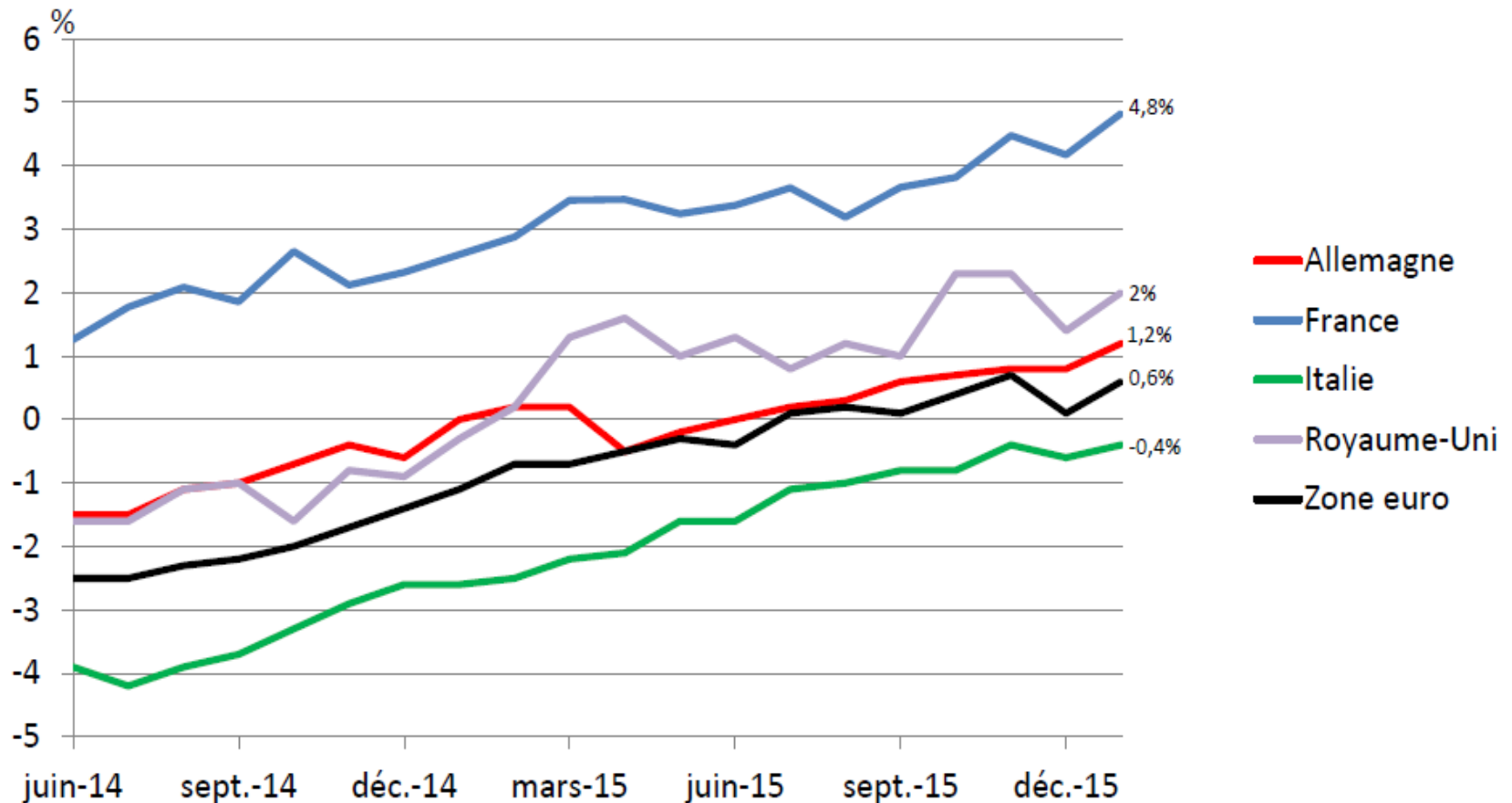
#### Inflation



Source : BCE, Draghi 4.12.2016 (estimation du staff)

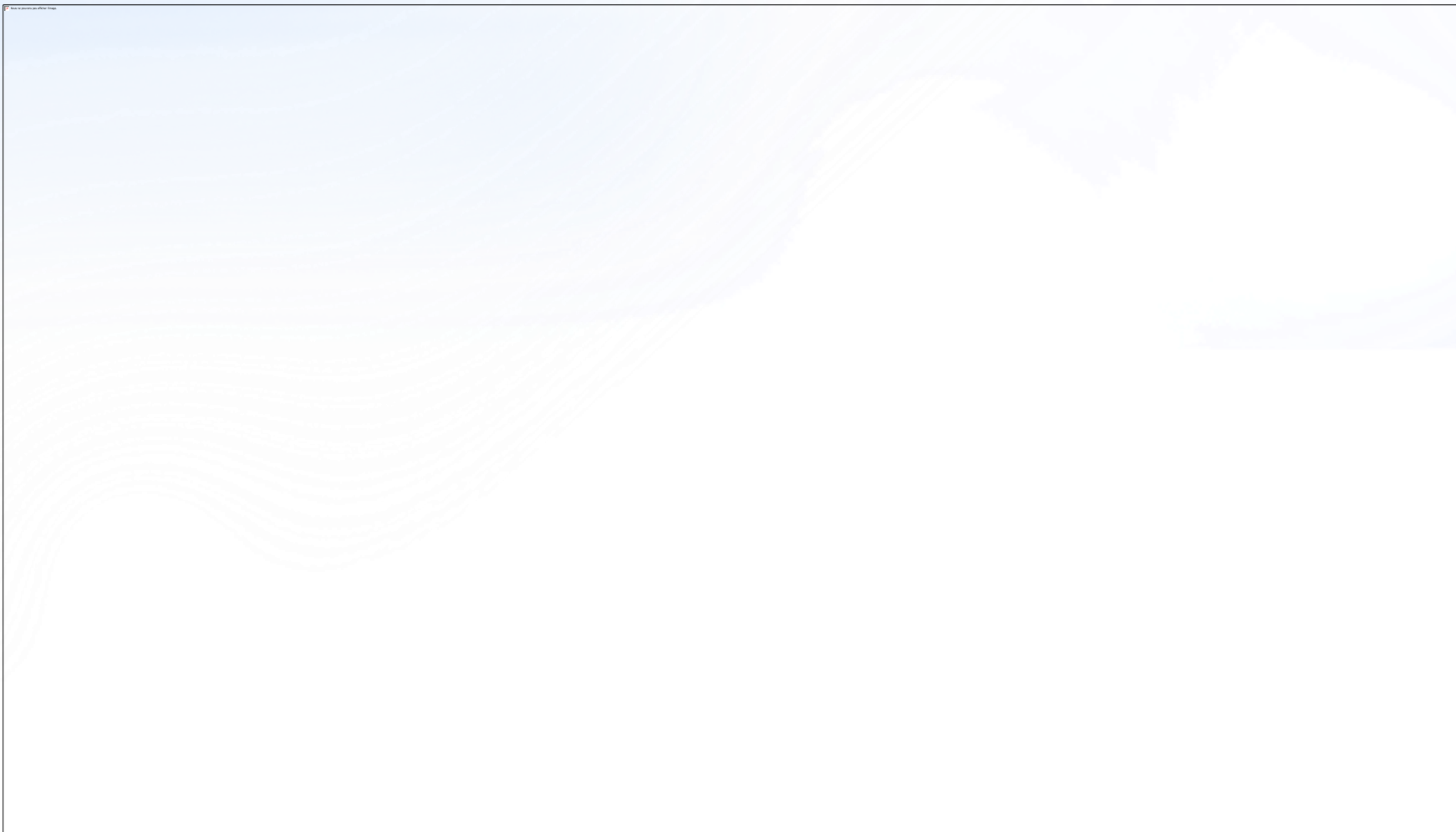
## B.4. DES RESULTATS CONCRETS

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



Source : BCE et Banque de France

## B.4. DES RESULTATS CONCRETS



# LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONETAIRE EN 2016

## A. QUELQUES RAPPELS THEORIQUES

A1. LES BIENFAITS DE LA STABILITE DES PRIX

A2. LE ROLE DES BANQUES

## B. LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ?

B.1. QUEL EST LE MANDAT DE LA BANQUE CENTRALE ?

B.2. QUELS SONT LES DÉFIS ACTUELS ?

B.3. LE RECOURS À DES MESURES NON CONVENTIONNELLES

B.4. DES RÉSULTATS CONCRETS

## C. QU'EN EST-IL DES RISQUES ?

C.1. L' EVALUATION ET LA MAITRISE DES RISQUES

C.2. NE RIEN FAIRE ?

C.3. GAINS DE CROISSANCE

## D. CONCLUSION





## C.1. L'ÉVALUATION ET LA MAÎTRISE DES RISQUES

L'abondance de liquidités peut créer des risques en matière de stabilité financière. Une grande partie des liquidités est investie par les banques et les institutions financières dans des obligations dont le coupon est très faible. Une forte remontée des taux aurait des conséquences très négatives sur la valeur de ces actifs. La sortie ne se fera donc que très progressivement.

Les Banques Centrales suivent de très près ces risques.



## C.1. L'ÉVALUATION ET LA MAÎTRISE DES RISQUES

Il n'y a pas, à l'heure actuelle, de risque de formation de « bulles spéculatives » :

- L'évolution des taux d'intérêts obligataires paraît cohérente avec les perspectives de croissance et d'inflation.
- Il n'y a pas non plus de signes de croissance excessive du crédit dans le système financier.
- La vigilance reste de mise.

**Par exemple** : Un communiqué du Haut Comité de la Stabilité Financière du 19 avril 2016 a averti que l'immobilier commercial en France est surévalué de 15 à 20% voire jusqu'à 30% pour le quartier des affaires parisiens. Il s'inquiète en particulier de la forte exposition des assureurs au QCA, « qui présente des prix particulièrement élevés et une rentabilité locative dégradée » et où « ils détiendraient quasi intégralement le parc de bureaux ». « Un retournement de marché ne peut pas être exclu, à la faveur d'un changement de l'environnement financier, ou plus simplement de la fin d'un cycle d'investissement », a précisé le HCSF.

## C.2. NE RIEN FAIRE ?

- « Nein zu allen »

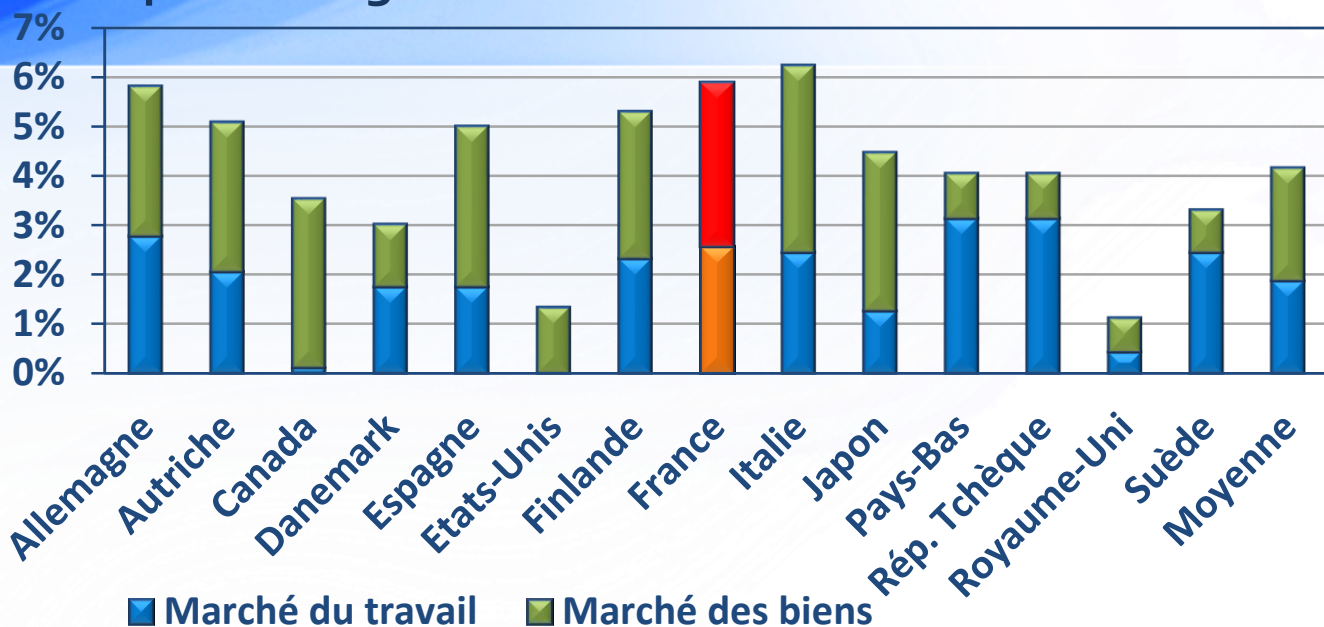
nous aurait menés vers une déflation désastreuse.

« Il convient de conforter la reprise conjoncturelle par des pratiques structurelles efficaces. En particulier, des mesures visant à renforcer la productivité et à améliorer l'environnement des affaires, notamment à travers la mise en place d'infrastructures publiques adéquates, sont vitales pour accroître l'investissement et stimuler la création d'emplois ».

*(Mario DRAGHI – Président de la BCE le 10 mars 2016)*

# C.3. GAINS DE CROISSANCE AVEC REFORMES STRUCTURELLES

## Impact à long terme sur le PIB des réformes structurelles



Sur le long terme, la France pourrait encore gagner en croissance du PIB

Source: BDF (Cette, Lopez et Mairesse, 2014)

## Rappel des réformes structurelles en France, outre le CICE et le PRS :

**Loi Macron : impact positif mais limité** : + 0,2 % de PIB à 10 ans (évaluation BdF)

**Choc de simplification à étendre ailleurs** : fiscalité, organisation de l'État, code du travail

**Loi Rebsamen: dialogue social simplifié mais besoin d'un meilleur marché du travail** : SMIC, insertion des jeunes, mobilité, formation professionnelle, droit conventionnel

# LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN 2016

## A. QUELQUES RAPPELS THEORIQUES

A1. LES BIENFAITS DE LA STABILITE DES PRIX

A2. LE ROLE DES BANQUES

## B. LES OBJECTIFS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ?

B.1. QUEL EST LE MANDAT DE LA BANQUE CENTRALE ?

B.2. QUELS SONT LES DÉFIS ACTUELS ?

B.3. LE RECOURS À DES MESURES NON CONVENTIONNELLES

B.4. DES RÉSULTATS CONCRETS

## C. QU'EN EST-IL DES RISQUES ?

C.1. L' EVALUATION ET LA MAITRISE DES RISQUES

C.2. NE RIEN FAIRE ?

C.3. GAINS DE CROISSANCE

## D. CONCLUSION

## D. CONCLUSION : LA POLITIQUE MONETAIRE FAIT BEAUCOUP MAIS ELLE NE PEUT PAS TOUT

« Les Politiques Monétaires continueront à soutenir l'activité économique et à assurer la stabilité des prix, en cohérence avec le mandat des Banques Centrales, mais la Politique Monétaire seule ne peut pas entraîner une croissance équilibrée ».

*Déclaration du G20 à Shanghai le 27 février 2016.*

# CONCLUSION : une période incertaine où les BC ne peuvent être vues comme la panacée

On mesure l'intelligence d'un individu à la quantité d'incertitudes qu'il est capable de supporter.



Emmanuel Kant

**Merci à celui ou celle qui posera la première question.**