



EUROPEAN CENTRAL BANK

EUROSYSTEM

Benoît Cœuré

Membre du directoire de la Banque
centrale européenne

Les décisions de la BCE depuis la crise : un tour d'horizon.

Cour des Comptes

Paris, le 11 mai 2016

- A** La situation économique dans la zone euro
- B** Les mesures récentes de politique monétaire
- C** Parachever l'UEM: le rapport des cinq présidents

A La situation économique dans la zone euro

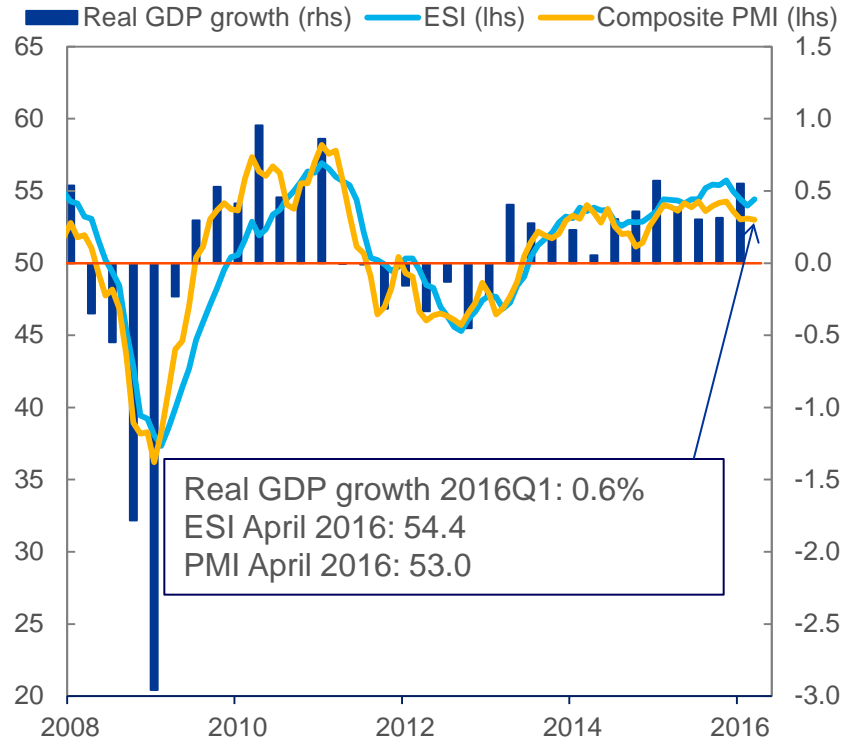
B Les mesures récentes de politique monétaire

C Parachever l'UEM: le rapport des cinq présidents

Situation économique dans la zone euro

PIB de la zone euro, indices composites PMI et ESI

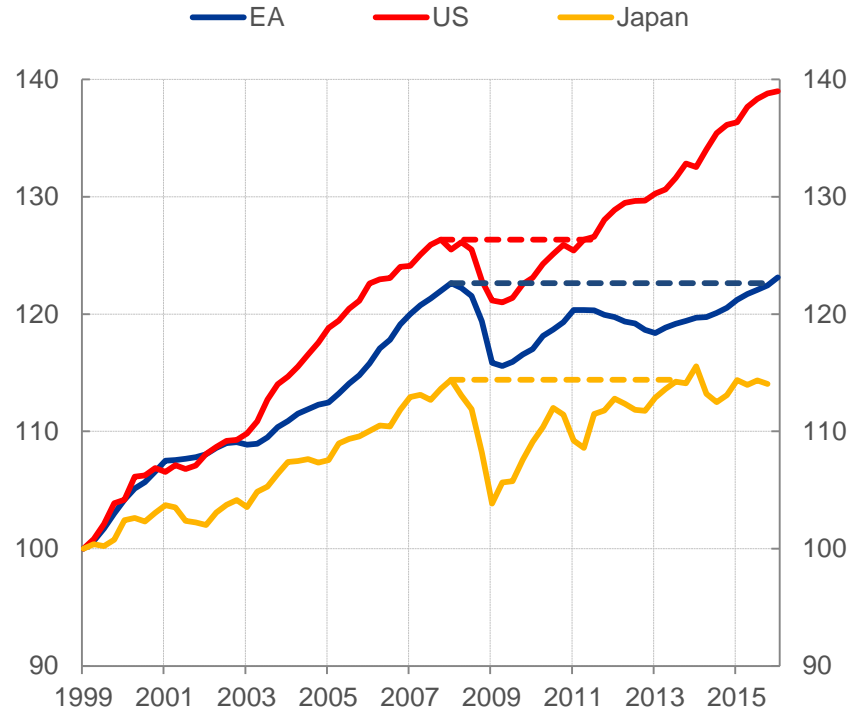
(taux de variation en %, indice de diffusion et %)



Sources: Markit, DG-ECFIN and Eurostat.
Latest data: 2016Q1 for GDP, April 2016 for the ESI and PMI.

PIB dans les pays du G3

(indice, janvier 1999=100)

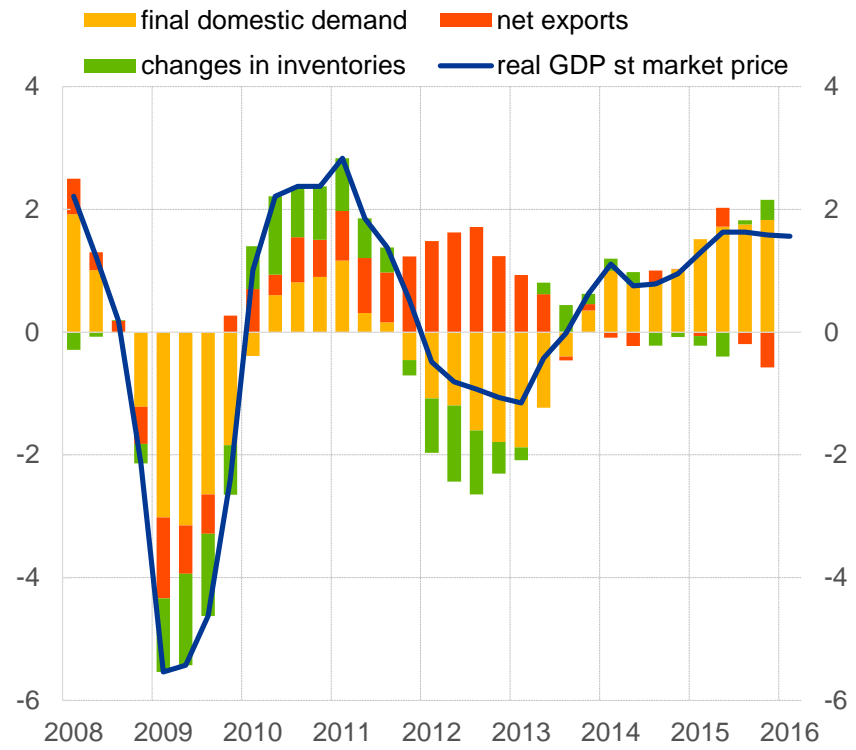


Sources: Eurostat, BEA, Cabinet Office, authors' calculations.
Notes: horizontal dotted lines represent pre-crisis peak real GDP level.
Latest observation: 2016Q1 for the EA and US, 2015Q4 for Japan.

Situation économique dans la zone euro

Composantes de la demande

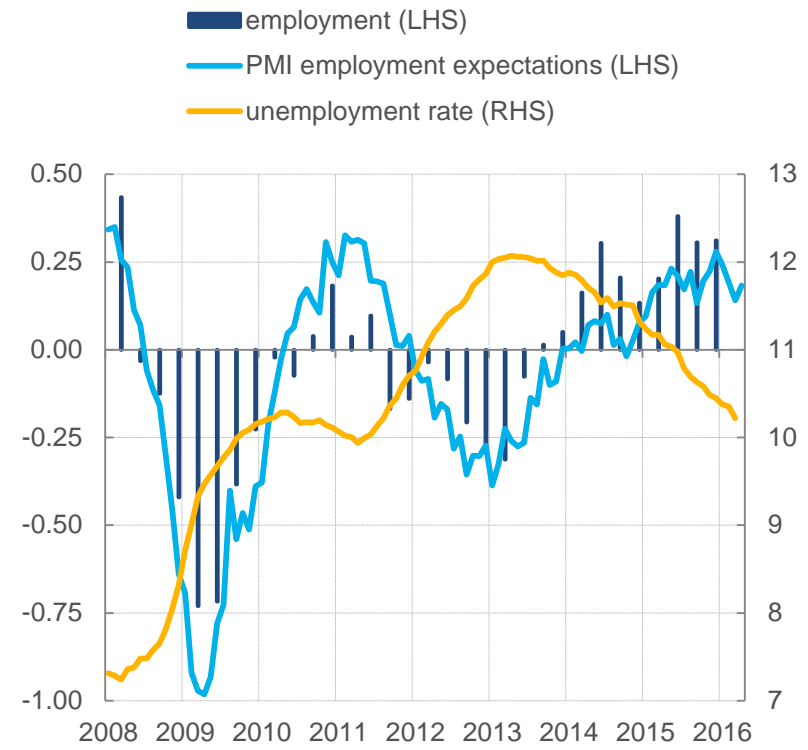
(glissement annuel en %, contributions en points de pourcentage)



Sources: Eurostat and ECB calculations.
 Latest data: 2016Q1 for real GDP and 2015Q4 for components.

Emploi et taux de chômage

(taux de variation en %, % de la population active)



Sources: Eurostat and Markit.
 Note: The PMI is expressed as deviations from 50 divided by 10.
 Latest data: 2015Q4 for employment, March 2016 for unemployment and April 2016 for the PMI.

Comparaison des prévisions de croissance dans la zone euro (taux de variation annuelle en %)

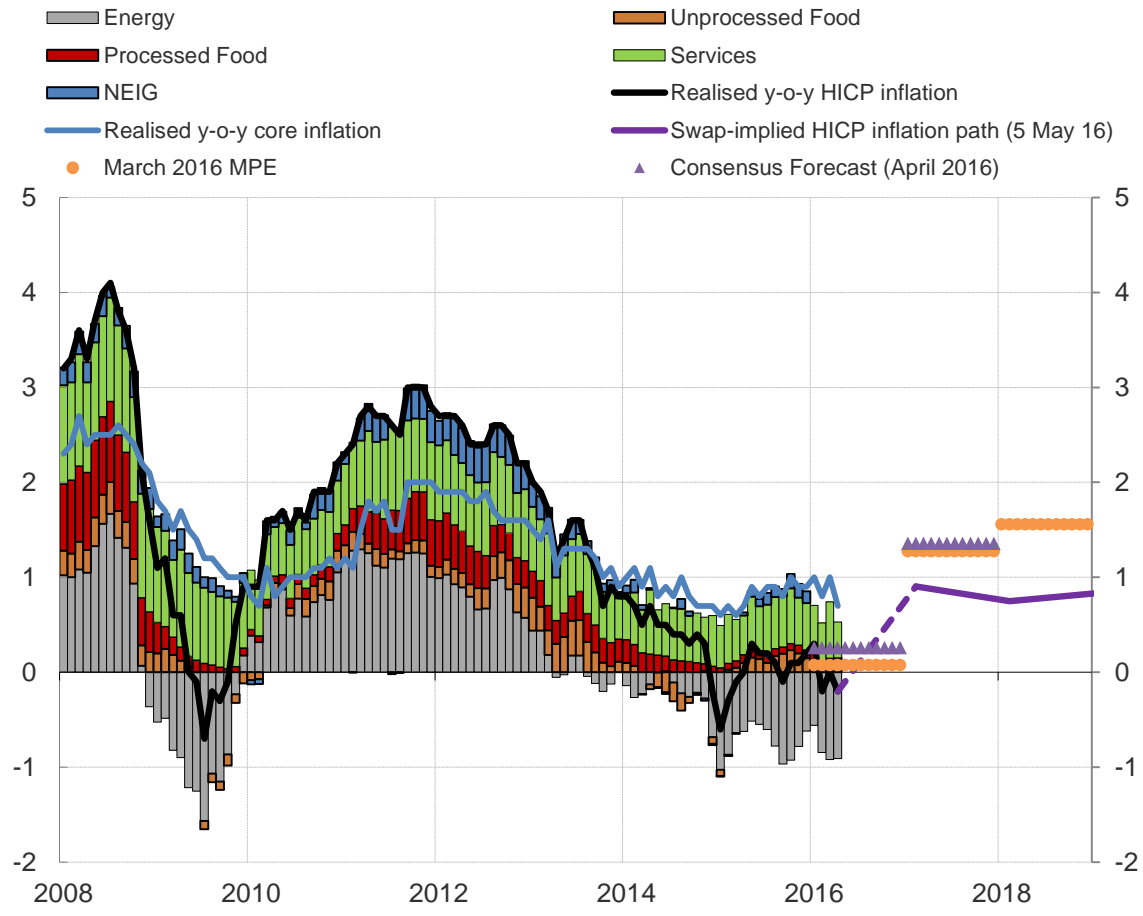
Croissance du PIB

	Date	2016 Dernière prévision	Différence avec prévision précédente	2017 Dernière prévision	Différence avec prévision précédente	2018 Dernière prévision	Différence avec prévision précédente
Services de la BCE (MPE)	10 mars 2016	1.4	(-0.4)	1.7	(-0.1)	1.8	-
Euro Zone Barometer	25 avril 2016	1.5	(-0.1)	1.7	(=)	1.6	(=)
OCDE	18 février 2016	1.4	(-0.4)	1.7	(-0.2)	-	-
Consensus Economics	14 avril 2016	1.5	(=)	1.6	(=)	1.6	(+0.1)
Commission Européenne	3 mai 2016	1.6	(-0.1)	1.8	(-0.1)	-	-
FMI	12 avril 2016	1.5	(-0.2)	1.6	(-0.1)	1.6	(=)
SPF BCE	21 avril 2016	1.5	(-0.2)	1.6	(-0.2)	1.7	(=)

Note: With the exception of the (B)MPE, the forecast revisions are calculated on rounded data (i.e. only the apparent revisions are shown). ECB staff macroeconomic projections (MPE): changes with Eurosystem staff macroeconomic projections (BMPE) published on 03 December 2015. European Commission: changes with February 2016. OECD: OECD Interim Economic Outlook Forecasts (only GDP), February 2016; changes with OECD Economic Outlook 2015 n. 98, November 2015. IMF: IMF WEO of April 2016; changes with IMF WEO update (only GDP) published in January 2016. ECB SPF 2016 Q2 - Survey conducted between 31 March and 6 April 2016; changes with 2016 Q1 (January 2016). Euro Zone Barometer: changes with March 2016. 2018 is taken from January 2016 long term forecast survey. Consensus Economics: changes with March 2016. 2018 is taken from April 2016 long term forecast survey, changes with October 2015 survey.

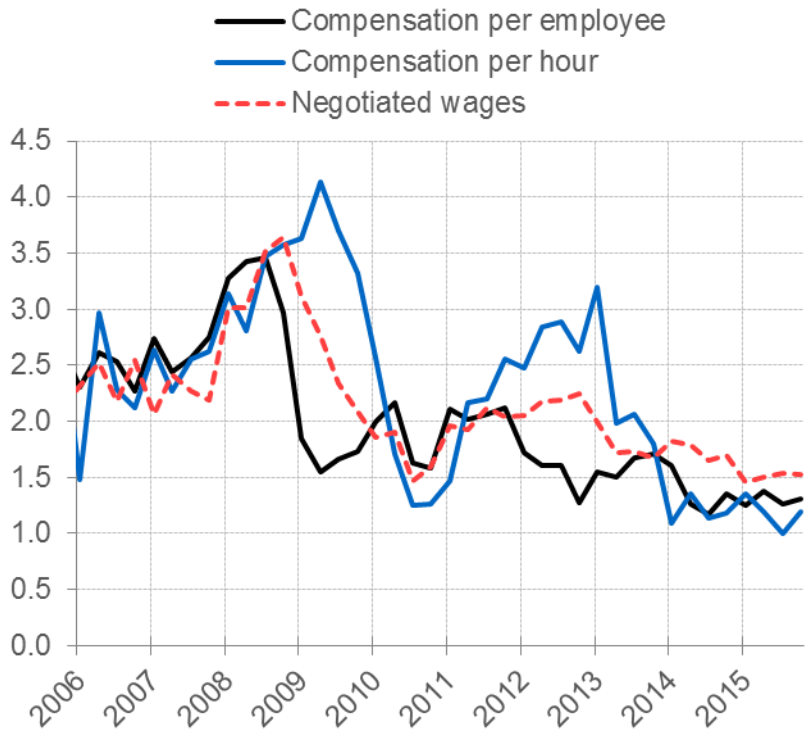
Évolution de l'inflation dans la zone euro

Indice des prix à la consommation harmonisés dans la zone euro (glissement annuel en %)



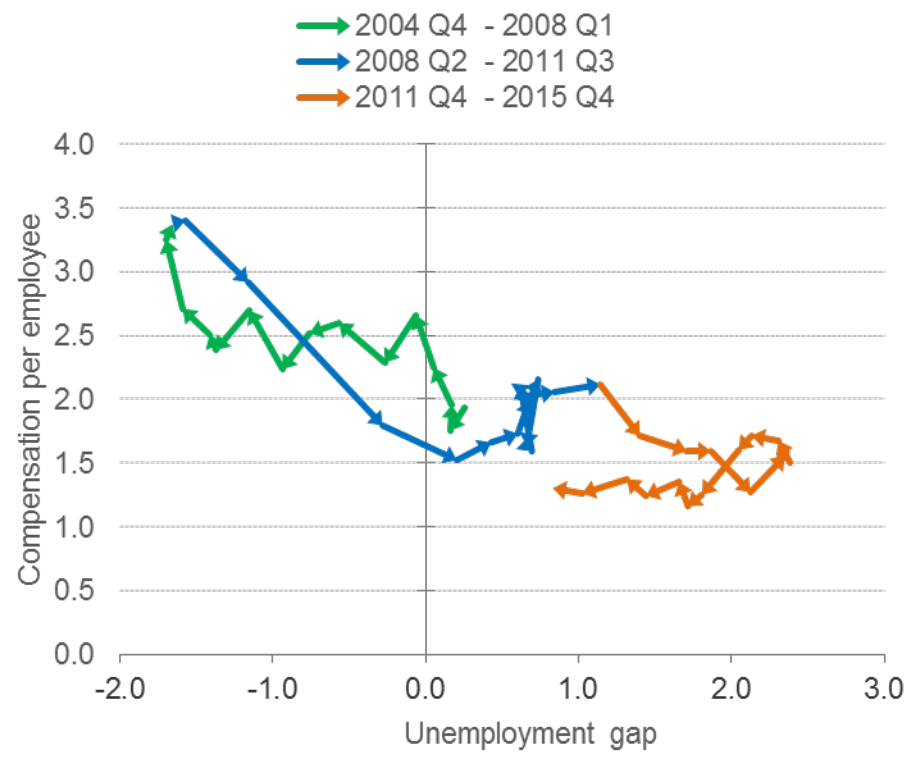
Sources: Thomson Reuters, Eurostat, ECB calculations, Consensus Economics.
Last observation: April 2016 for HICP.

Évolution des salaires dans la zone euro (glissement annuel en %)



Sources: Eurostat and ECB calculations.
 Note: The last data refer to 2015Q4.

Courbe de Phillips (glissement annuel en %; points de pourcentage)



Sources: Eurostat, Spring 2016 AMECO and ECB staff calculation.
 Notes: The last observation refers to 2015Q4.

Comparaison des prévisions d'inflation dans la zone euro

(taux de variation annuelle en %)

HICP Inflation

	Date	2016 Dernière prévision	Différence avec prévision précédente	2017 Dernière prévision	Différence avec prévision précédente	2018 Dernière prévision	Différence avec prévision précédente
Services de la BCE (MPE)	10 mars 2016	0.1	(-0.9)	1.3	(-0.4)	1.6	-
Euro Zone Barometer	25 avril 2016	0.3	(=)	1.3	(-0.1)	1.7	(=)
Consensus Economics	14 avril 2016	0.3	(=)	1.4	(=)	1.6	(=)
Commission européenne	3 mai 2016	0.2	(-0.3)	1.4	(-0.1)	-	-
SPF BCE	21 avril 2016	0.3	(-0.4)	1.3	(-0.1)	1.6	(=)
OCDE	9 nov. 2015	0.9	(-0.4)	1.3	-	-	-
FMI	12 avril 2016	0.4	(-0.6)	1.1	(-0.2)	1.3	(-0.1)

Note: With the exception of the (B)MPE, the forecast revisions are calculated on rounded data (i.e. only the apparent revisions are shown). ECB staff macroeconomic projections (MPE): changes with Eurosystem staff macroeconomic projections (BMPE) published on 03 December 2015. European Commission: changes with February 2016. OECD Economic Outlook 2015 n. 98, November 2015: changes with OECD Economic Outlook 2015 n. 97, June 2015. IMF: IMF WEO of April 2016; changes with the IMF WEO published in October 2015. ECB SPF 2016 Q2 - Survey conducted between 31 March and 6 April 2016; changes with 2016 Q1 (January 2016). Euro Zone Barometer: changes with March 2016. 2018 is taken from January 2016 long term forecast survey. Consensus Economics: changes with March 2016. 2018 is taken from April 2016 long term forecast survey, changes with October 2015 survey.

A La situation économique dans la zone euro

B Les mesures récentes de politique monétaire

C Parachever l'UEM: le rapport des cinq présidents

Les mesures récentes de politique monétaire

marginal de dépôt

N.B. : « MRO » = taux de refinancement ; « MLF » = taux de la facilité marginale de prêt ; « DFR » = taux de la facilité

	Jun 2014	Sep. 2014	Jan. 2015	Déc. 2015	Mars 2016
Taux nuls ou négatifs	MRO: 0.15%; MLF: 0.40%; DFR: -0.10%	MRO: 0.05%; MLF: 0.30%; DFR: -0.20%		MRO: 0.05%; MLF: 0.30%; DFR: -0.30%	MRO: 0.00%; MLF: 0.25%; DFR: -0.40%
Opérations ciblées de refinancement à long terme (« TLTRO I & II »)	Taux fixe (MRO) Maturité max.: Sep. 2018 Dépend du montant net des prêts Remboursement anticipé obligatoire				Taux fixe Au MRO ou en dessous si prêts > référence (<i>min. DFR</i>) Pas de remboursement anticipé obligatoire
Programme d'achats d'actifs (« APP »)	Achats d'actifs privés (« ABSPP », « CBPP3 »)		Achats d'obligations sécurisées et d'ABS simples et transparents		Achats d'obligations de haute qualité de sociétés non financières
	Achats d'actifs publics (« PSPP »)			Achats de dettes souveraines et quasi-souveraines de la zone euro 60 Mds d'euros d'achats mensuels au moins jusqu'en septembre 2016, avec ABSPP & CBPP3	Recalibrage de l'APP <ul style="list-style-type: none"> Extension de la durée du programme (au moins jusqu'en mars 2017) Réinvestissement du principal à échéance
					Recalibrage de l'APP <ul style="list-style-type: none"> 80 Mds d'euros mensuels Augmentation de la limite d'emprise pour certains émetteurs

Les indications prospectives sur la politique monétaire

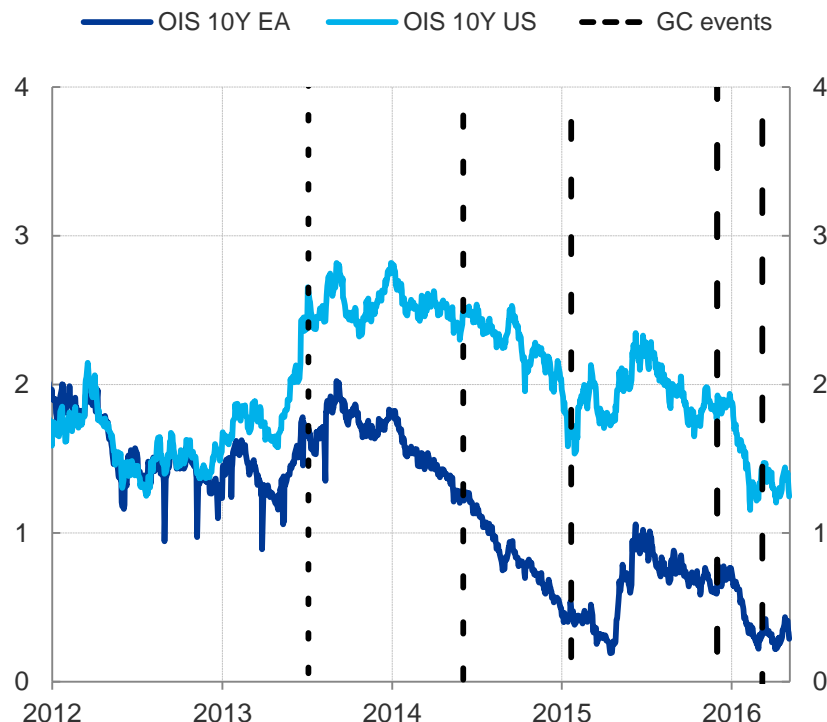
« **Forward guidance** »: « Selon nous, les taux directeurs devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour nos achats nets d'actifs. [...] Comme déjà indiqué, ces achats devraient être réalisés jusque fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. » (Déclaration introductive, 21 avril 2016)

Taux d'intérêt OIS à un an aux États-Unis et dans la zone euro (%)



Source: Bloomberg.
Latest observation: 05 May 2016.

Taux d'intérêt OIS à dix ans aux États-Unis et dans la zone euro (%)



Source: Bloomberg, ECB.
Notes: The GC events include July 2013 (forward guidance), June 2014 (DFR cut), January 2015 (APP), December 2015 (recalibration of APP and DFR cut) and March 2016. Latest observation: 05 May 2016.

L'objectif principal de stabilité des prix

IPCH et stabilité des prix (taux de glissement annuel en %)

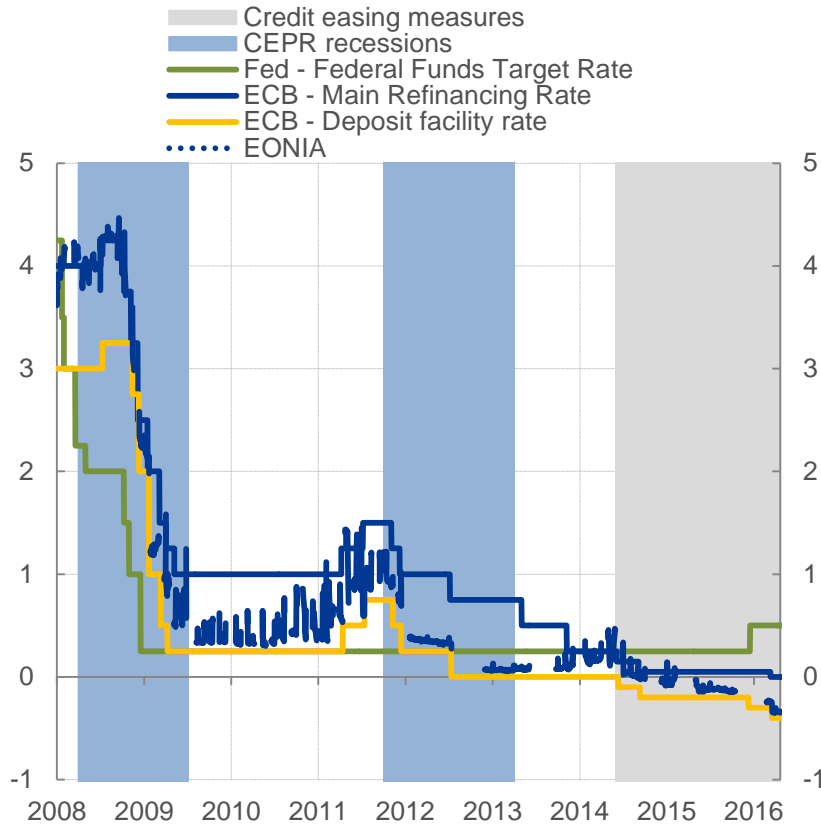


Source: ECB computations.
Latest observation: March 2016.

Qu'est-ce que la stabilité des prix?

- Comme stipulé par le traité instituant la Communauté Européenne, le maintien de la stabilité des prix constitue l'objectif principal de la BCE. Afin de préciser cet objectif, le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé, en 1998, la définition quantifiée suivante : « **La stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro. La stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme.** »
- En 2003, le Conseil des Gouverneurs a précisé que, dans le cadre de cette définition, il vise à maintenir les taux d'inflation **au-dessous de, mais « proches de 2% à moyen-terme ».**

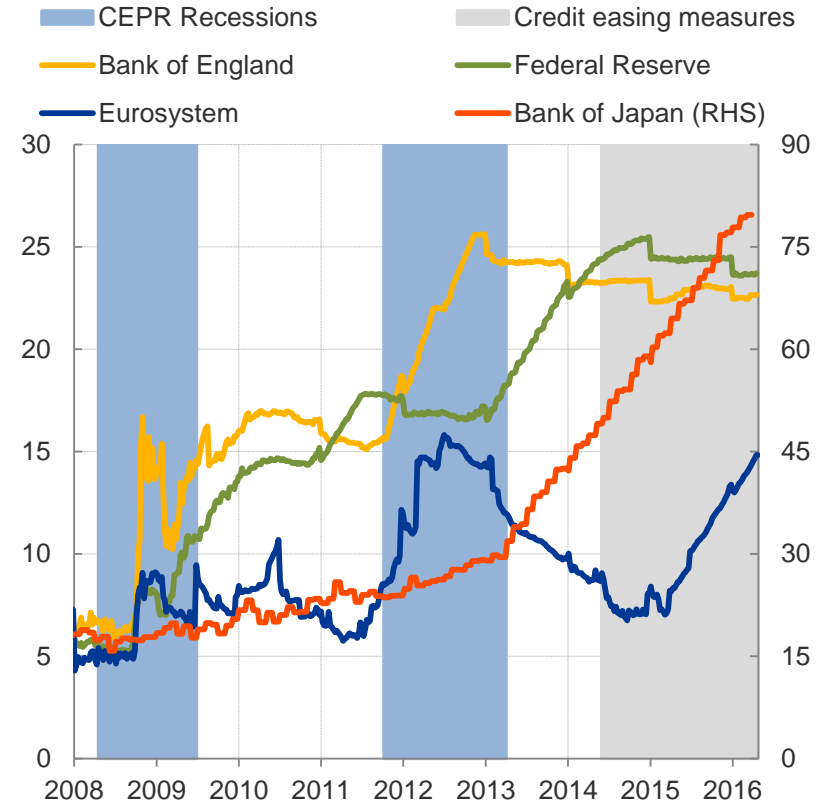
Taux directeurs BCE et FED, EONIA (%)



Source: ECB, Federal Reserve.

Notes: Main Refinancing Rate (ECB), Federal Funds Target Rate (Fed), EONIA (ECB).

Bilans de la BCE, BoE, FED et BOJ (% du PIB)



Source: ECB, Federal Reserve, Bank of England, Bank of Japan, Eurostat, BIS.

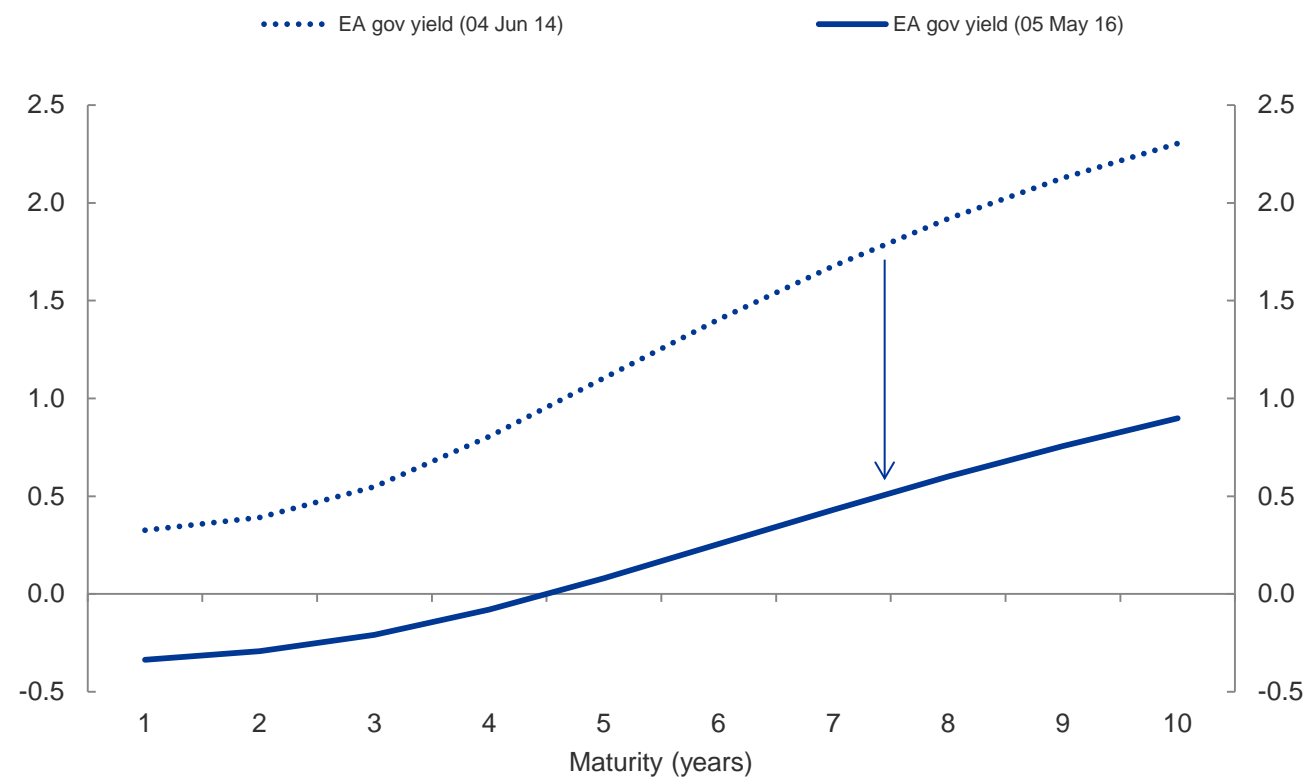
Notes: The ECB balance sheet only comprises assets related to monetary policy.

Principaux canaux de transmission à l'économie et mesures associées

Effets de signal	Baisse des anticipations sur les taux d'intérêt à court-terme <hr/> Ancrage des anticipations d'inflation	« <i>Forward guidance</i> », <i>APP, TLTRO</i>
Effets de portefeuille	Hausse des prix d'une large gamme d'actifs financiers via la réduction des primes de liquidité/duration	<i>APP, TLTRO, taux négatifs</i>
Transmission directe	Réduction des taux d'emprunt des ménages et entreprises	<i>TLTRO, APP, taux négatifs</i>

Effets de taux de change

Courbe des taux d'intérêt dans la zone euro (en pourcentage annuel)

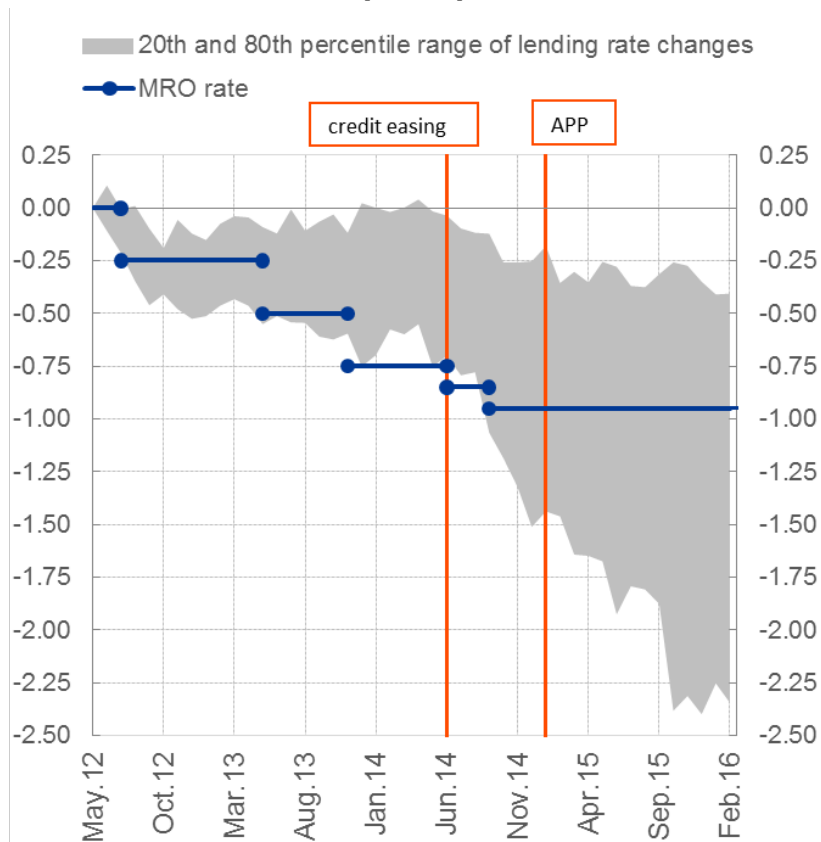


Sources: Bloomberg, ECB, ECB calculations.
Latest observation: 05 May 2016.

Impact sur les conditions monétaires et financières

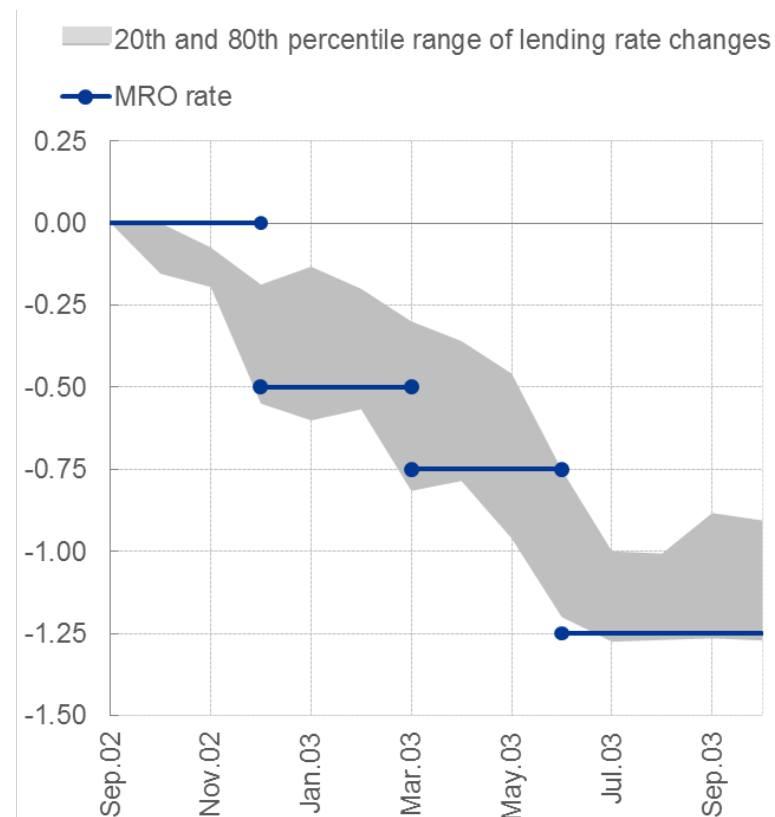
Réduction des taux directeurs et distribution des taux d'emprunt bancaire : cycle post-OMT (mai 2012 – février 2016)

Les PME ne bénéficient des impulsions de politique monétaire que depuis mi-2014



Réduction des taux directeurs et distribution des taux d'emprunt bancaire : cycle 2002-2003 (novembre 2002 - juin 2003)

En temps normal, les PME bénéficient directement des impulsions de politique monétaire



Sources: Reuters, ECB calculations.

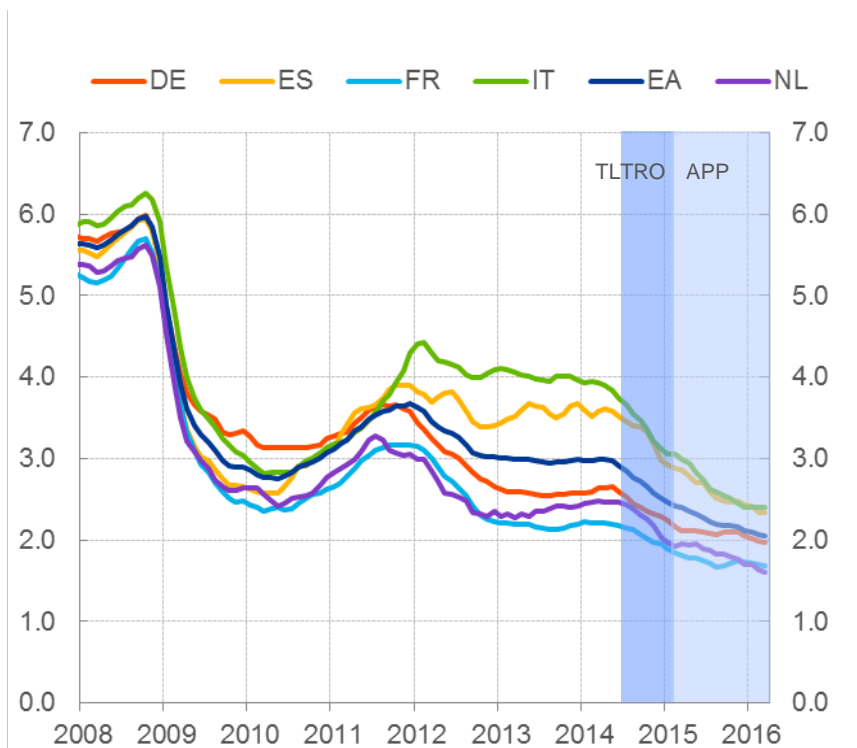
Notes: Last observation for lending rates August 2015 (left chart), or October 2003 (right chart). The grey ranges define the 20th to 80th percentile of short-term bank lending rates for small-sized loans (<€1mln) to NFCs.

Vertical lines refer to credit easing and expanded asset purchase program announcements.

Latest observation: February 2016.

Impact sur les conditions monétaires et financières

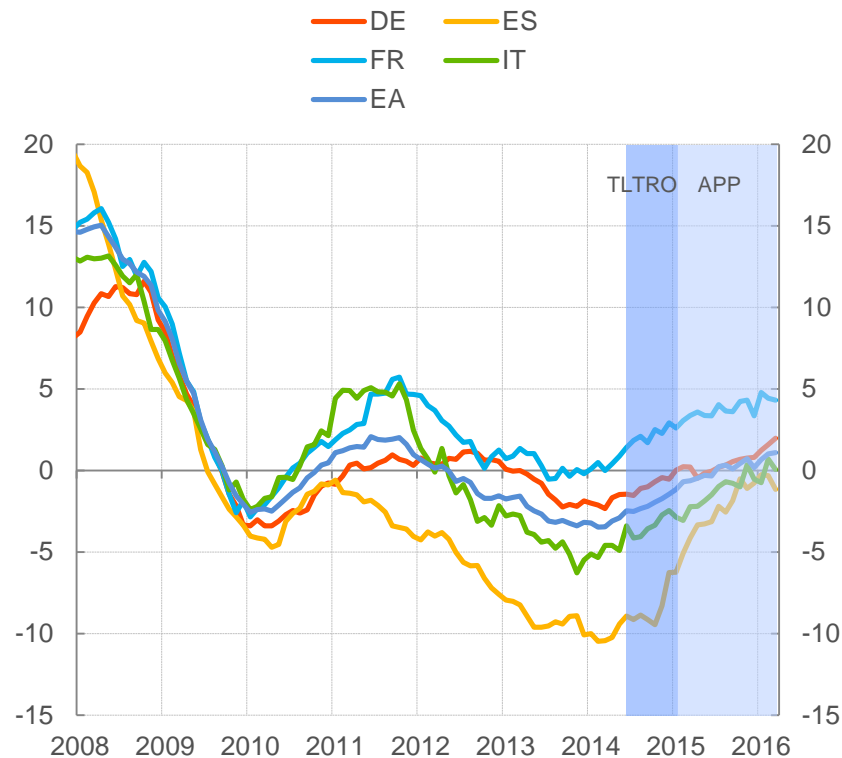
Taux du crédit bancaire aux entreprises non-financières de la zone euro (%)



Source: ECB.

Notes: The indicator for the total cost of lending is calculated by aggregating short- and long-term rates using a 24-month moving average of new business volumes. Latest observation: March 2016.

Encours de crédit bancaire aux entreprises non-financières de la zone euro (glissement annuel en %)

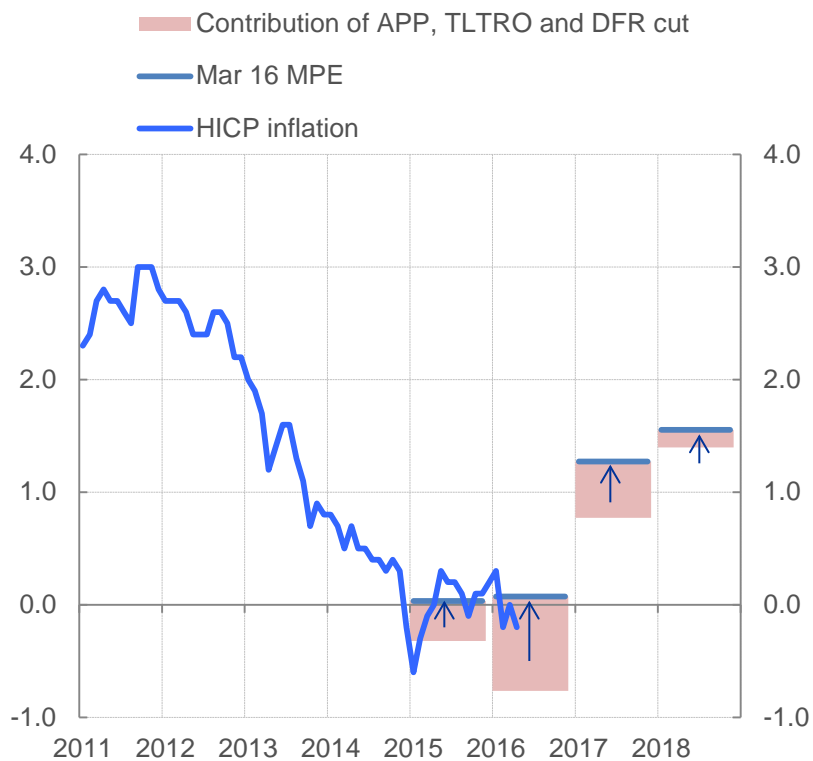


Source: ECB.

Notes: Adjusted for loan sales and securitisation. Latest observation: March 2016.

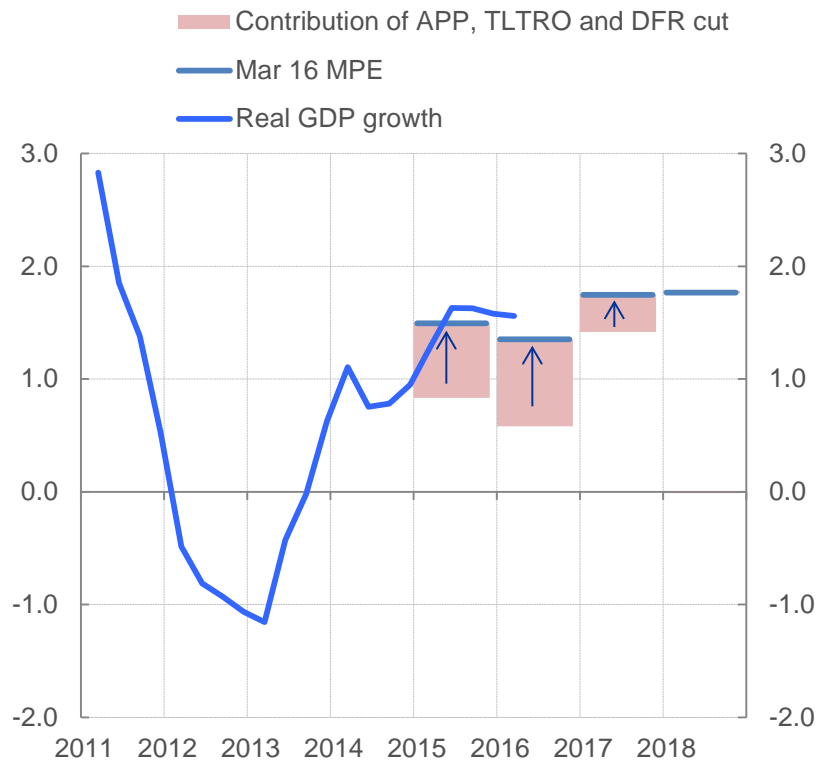
Inflation, projections d'inflation et contribution des mesures à l'inflation

(taux de glissement annuel en %)



Croissance du PIB, projections et contribution des mesures à la croissance

(taux de variation annuel en %)



Source: ECB computations, SAPI taskforce, March 2016 MPE.

Note: The contribution of APP, TLTRO and DFR cut does not include the impact of the measures taken at the March 2016 Governing Council.

Latest observation: April 2016 for HICP inflation and 2016 Q1 for real GDP growth.

A La situation économique dans la zone euro

B Les mesures récentes de politique monétaire

C Parachever l'UEM : le rapport des 5 présidents

Pour renforcer l'efficacité de la politique monétaire, une réponse coordonnée est nécessaire autour de deux objectifs :

- Dans chaque pays, créer les conditions d'une croissance forte et durable :
 - Par une politique budgétaire plus favorable à la croissance mais qui préserve la crédibilité des règles
 - Par des réformes qui augmentent le potentiel de croissance à long terme
- Ensemble, renforcer les fondements de l'Union économique et monétaire
 - Le rapport des 5 présidents* (juillet 2015) propose des mesures concrètes et une méthode

Les propositions du rapport des 5 présidents

Union économique

- Créer un système de conseils de la compétitivité pour la zone euro
- Renforcer la procédure des déséquilibres macroéconomiques
- Rationaliser le semestre européen

Union financière

- Compléter l'Union bancaire
- Développer une Union des marchés de capitaux

Union budgétaire

- Création d'un comité budgétaire européen consultatif, travaillant avec les comités budgétaires nationaux
- Mise en place d'un mécanisme commun de stabilisation macroéconomique

Union politique

- Renforcer la participation et le contrôle parlementaire au niveau national et européen
- Renforcer le rôle de l'Eurogroupe
- Établir une représentation extérieure unifiée
- Créer un « Trésor de la zone euro »

Deux phases distinctes :

Phase 1: « Approfondissement par la pratique » 1^{er} juillet 2015 – 30 Juin 2017

- **Union économique**
 - Création d'un système de conseils de la compétitivité pour la zone euro
 - Renforcement de la procédure de déséquilibres macroéconomiques
 - Rationalisation du semestre européen
- **Union financière**
 - Compléter l'union bancaire en adoptant un filet de sécurité commun au mécanisme de résolution unique et en mettant en place un système européen de garantie des dépôts
 - Poursuivre la convergence réglementaire
 - Réfléchir à l'introduction d'une limite à l'exposition à la dette souveraine dans le cadre de discussion globale sur la le traitement de de la régulation de la dette souveraine
 - Développer une Union des marchés de capitaux
- **Union budgétaire**
 - Création d'un comité budgétaire européen consultatif
- **Union politique**
 - Renforcement de la participation et du contrôle parlementaire au niveau national et européen
 - Renforcer le rôle de l'Eurogroupe
 - Etablir une représentation extérieure unifiée au FMI
 - Intégrer dans le cade de l'U.E. les accords inter-gouvernementaux (comme le Traité MES)

Phase 2: « Achèvement de l'UEM » Au plus tard d'ici à 2025

- **Union économique**
 - Rendre le processus de convergence plus contraignant
- **Union budgétaire**
 - Mise en place d'un mécanisme commun de stabilisation macroéconomique
- **Union politique**
 - Création d'un Trésor de la zone euro au niveau de responsabilité européen

Merci