



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

Conservatoire National des Arts et
Métiers

Paris, le 23 novembre 2017

Plan d'ensemble

- A** La situation économique dans la zone euro
- B** Les mesures récentes de politique monétaire
- C** Parachever l'Union économique et monétaire

Plan d'ensemble

A La situation économique dans la zone euro

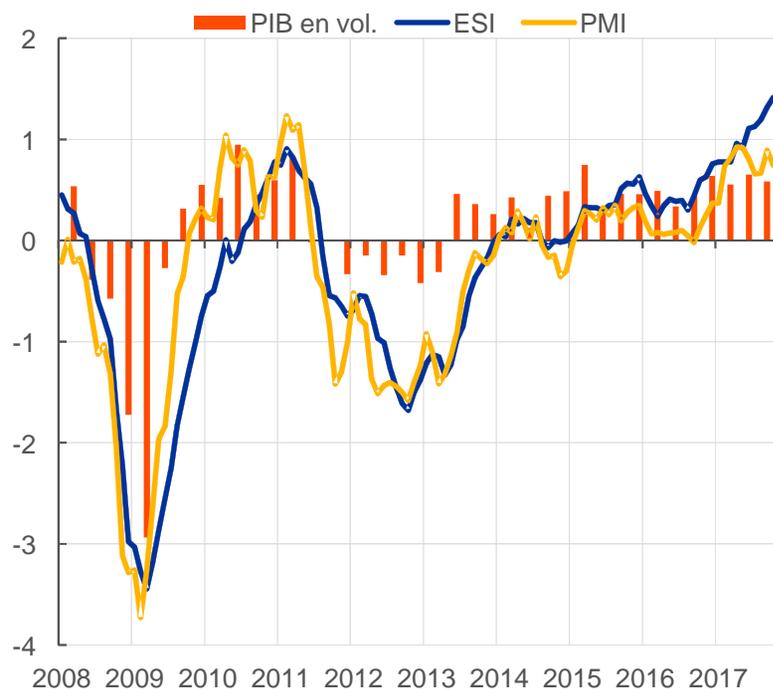
B Les mesures récentes de politique monétaire

C Parachever l'Union économique et monétaire

Situation économique dans la zone euro

PIB de la zone euro, indices composites PMI et ESI

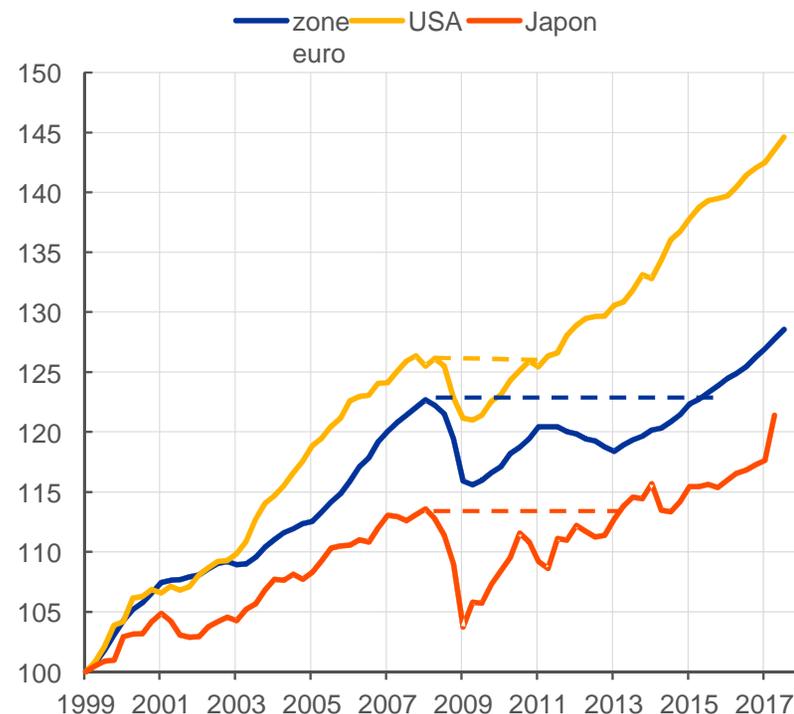
(taux de variation en %, indice de diffusion en %)



Sources : Markit, DG-ECFIN et Eurostat.
Dernières données : T3 2017 pour le PIB, octobre 2016 pour l'ESI (indicateur du climat économique) et le PMI (indice des directeurs d'achat).

PIB dans les économies du G3

(indice, janvier 1999=100)

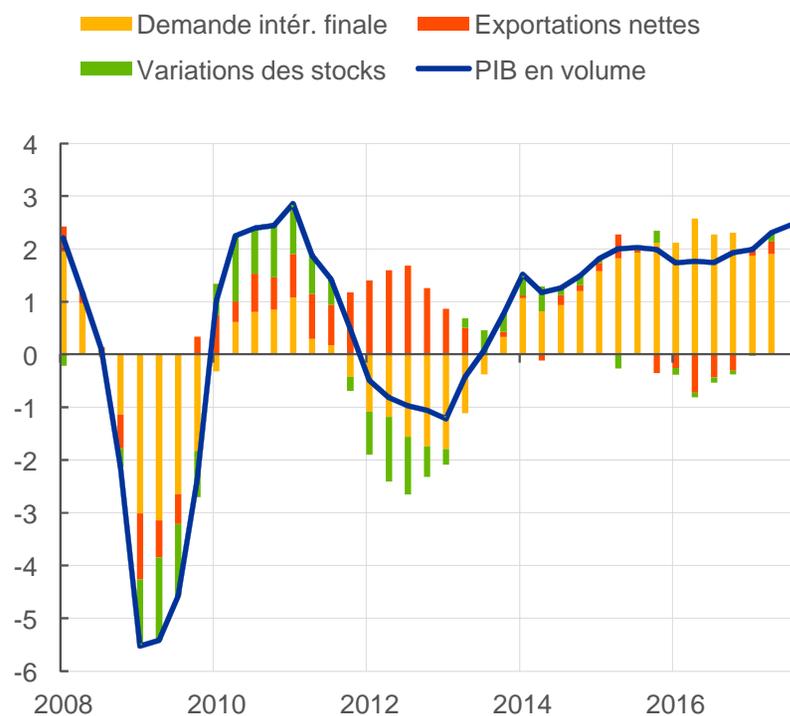


Sources : Eurostat, BEA (Bureau américain d'analyse économique), Cabinet Office (autorités japonaises), calculs propres.
Dernière observation : T3 2017 pour la ZE et les USA, T2 2017 pour le Japon.

Situation économique dans la zone euro

Composantes de la demande

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

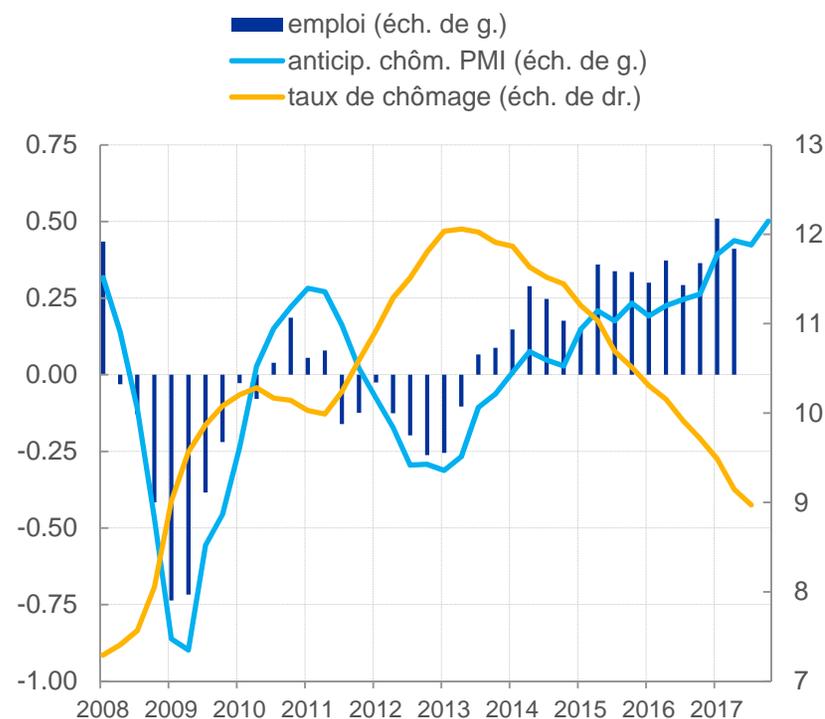


Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Dernières données : T3 2017 pour le PIB en volume et T2 2017 pour ses composantes.

Emploi et taux de chômage

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



Sources : Eurostat et Markit.

Note : le PMI est exprimé sous forme d'écart par rapport à 50 et divisé par 10.

Dernières données : T2 2017 pour l'emploi, septembre 2017 pour le chômage et octobre 2017 pour le PMI.

Prévisions de croissance

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

Croissance du PIB

	Date	2017	Différence avec	2018	Différence avec	2019	Différence avec
		Dernière prévision	prévision précédente	Dernière prévision	prévision précédente	Dernière prévision	prévision précédente
Services de la BCE (MPE)	7 sept. 2017	2.2	(+0.3)	1.8	(=)	1.7	(=)
Consensus économique	9 nov. 2017	2.2	(=)	1.9	(+0.1)	1.5	(+0.1)
OCDE	20 sept. 2017	2.1	(+0.3)	1.9	(+0.1)	-	-
Baromètre zone euro	16 oct. 2017	2.1	(=)	1.9	(+0.1)	1.7	(+0.2)
Commission européenne	9 nov. 2017	2.2	(+0.5)	2.1	(+0.3)	1.9	-
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels	27 oct. 2017	2.2	(+0.3)	1.9	(+0.1)	1.7	(+0.1)
FMI	10 oct. 2017	2.1	(+0.2)	1.9	(+0.2)	1.7	(+0.1)

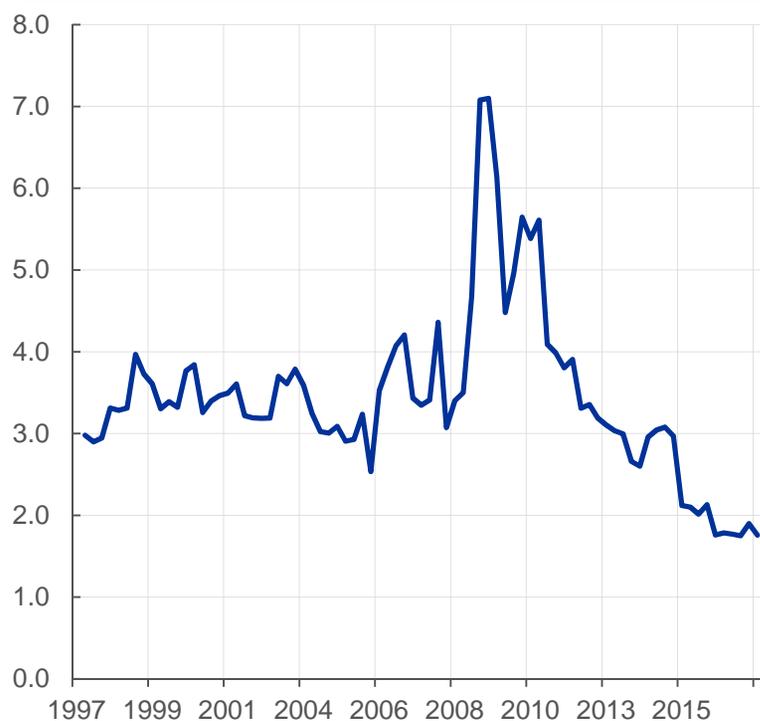
Note : les chiffres entre parenthèses montrent les variations par rapport à la prévision précédente.

Note : sauf pour les MPE (projections macroéconomiques de la BCE) et les BMPE (projections macroéconomiques de l'Eurosystème), les révisions des prévisions sont calculées à partir de données arrondies (seules les révisions apparentes sont présentées). MPE : variations par rapport aux BMPE publiées le 8 juin 2017. Consensus économique : variations par rapport à octobre 2017. Les chiffres relatifs à 2019 sont tirés de l'enquête prévisionnelle à long terme d'octobre 2017, variations par rapport à l'enquête d'avril 2017. OCDE : perspectives économiques intermédiaires de septembre 2017 (seules les données sur le PIB sont mises à jour). Variations par rapport aux perspectives économiques 2017 de l'OCDE, n° 101, juin 2017. Baromètre de la zone euro : variations par rapport à septembre 2017. Les chiffres pour 2019 sont tirés de l'enquête prévisionnelle à long terme d'octobre 2017 (variations par rapport à juillet 2017). Commission européenne : prévisions économiques automne 2017 (9 novembre 2017), variations par rapport aux prévisions du printemps 2017. Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels T4 2017 – enquête menée entre le 2 et le 6 octobre 2017 ; variations par rapport au T3 2017 (juillet 2017). Perspectives économiques mondiales du FMI publiées en octobre 2017 ; variations par rapport au rapport de surveillance de pays du FMI au titre de l'article IV, juillet 2017.

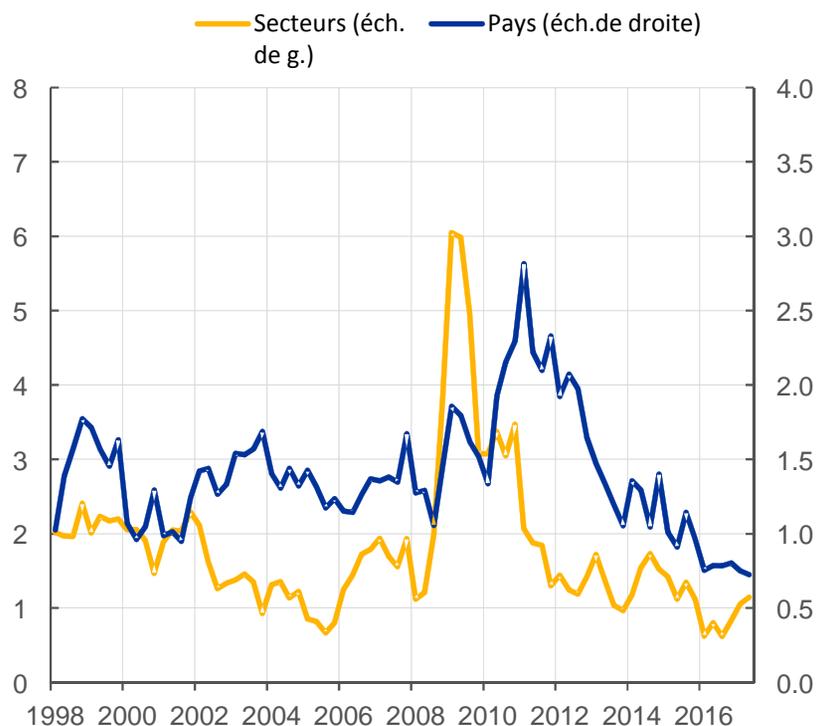
Croissance dans les secteurs et les pays

Dispersion des taux de croissance de la valeur ajoutée (moyenne pondérée de l'écart-type des croissances annuelles)

Pays et secteurs de la zone euro



Pays ou secteurs de la zone euro



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

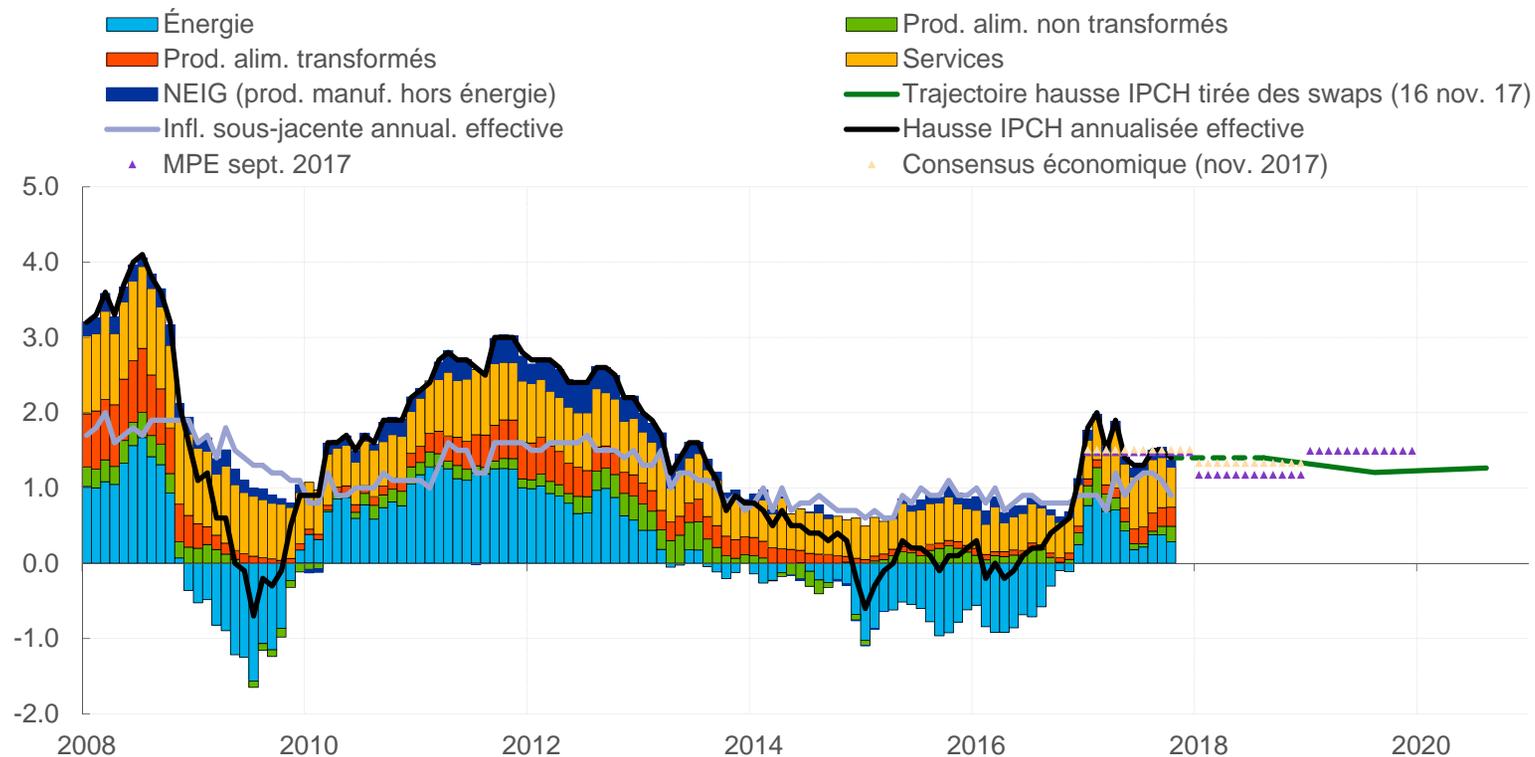
Note : l'écart-type est pondéré en fonction de la valeur ajoutée brute. Les données 2015 pour l'Irlande ont été exclues.

Dernière observation : juin 2017.

Évolution de l'inflation dans la zone euro

Indice des prix à la consommation harmonisé dans la zone euro

(glissement annuel en %)

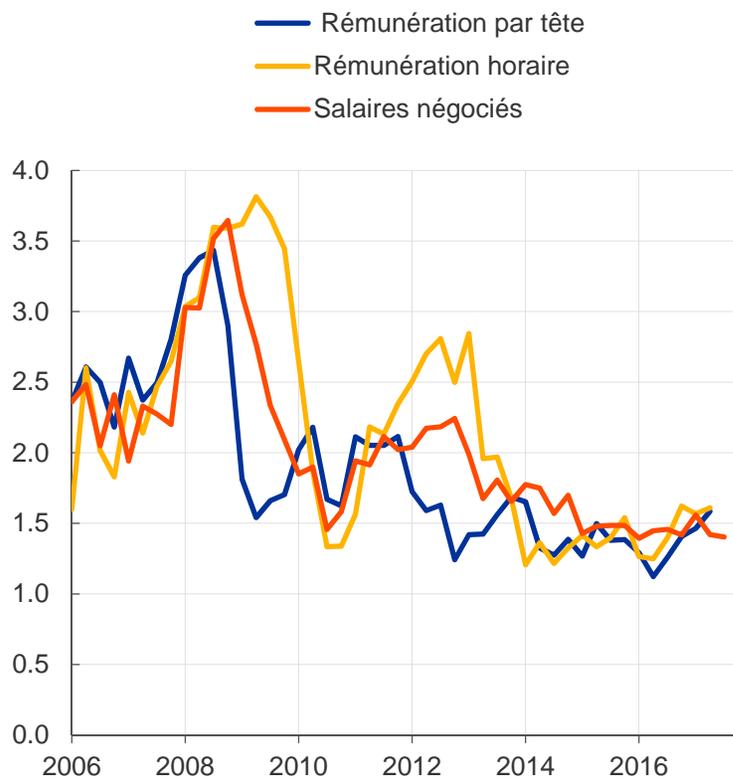


Sources : Thomson Reuters, Eurostat, calculs de la BCE, Consensus économique.

Dernières observations : octobre 2017 pour l'IPCH et ses composantes ; 16 novembre 2017 pour la trajectoire de hausse de l'IPCH tirée des swaps. Dernier exercice de MPE effectué en septembre 2017. Données utilisées pour le Consensus économique (CE) tirées des rapports CE de novembre 2017.

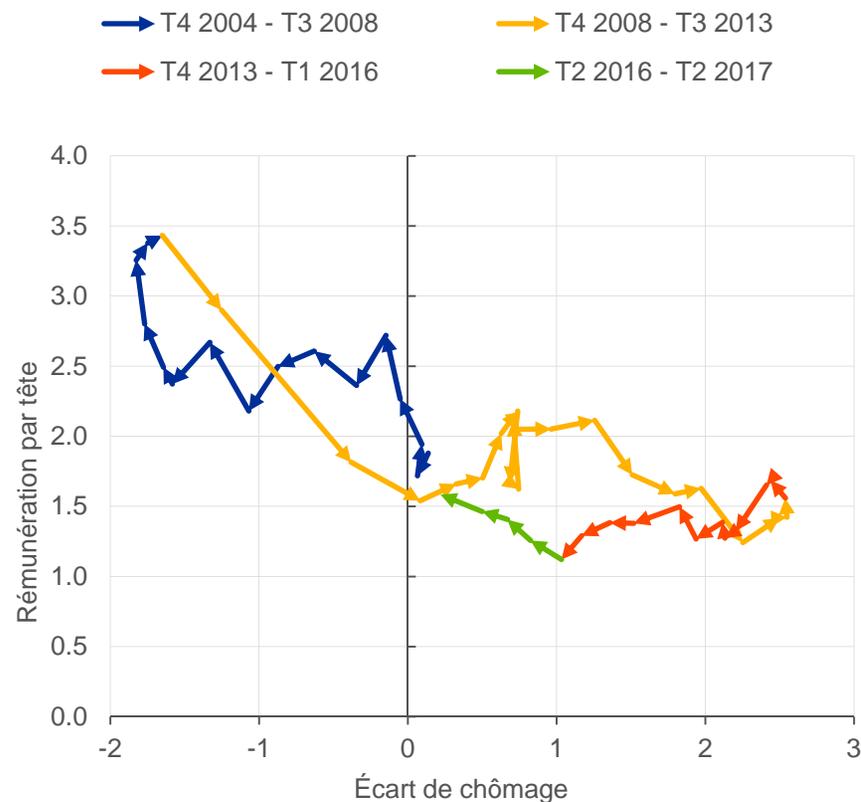
Évolution des salaires dans la zone euro

(glissement annuel en %)



Courbe de Phillips

(glissement annuel en % ; points de pourcentage)



Sources : Eurostat, comptes nationaux.

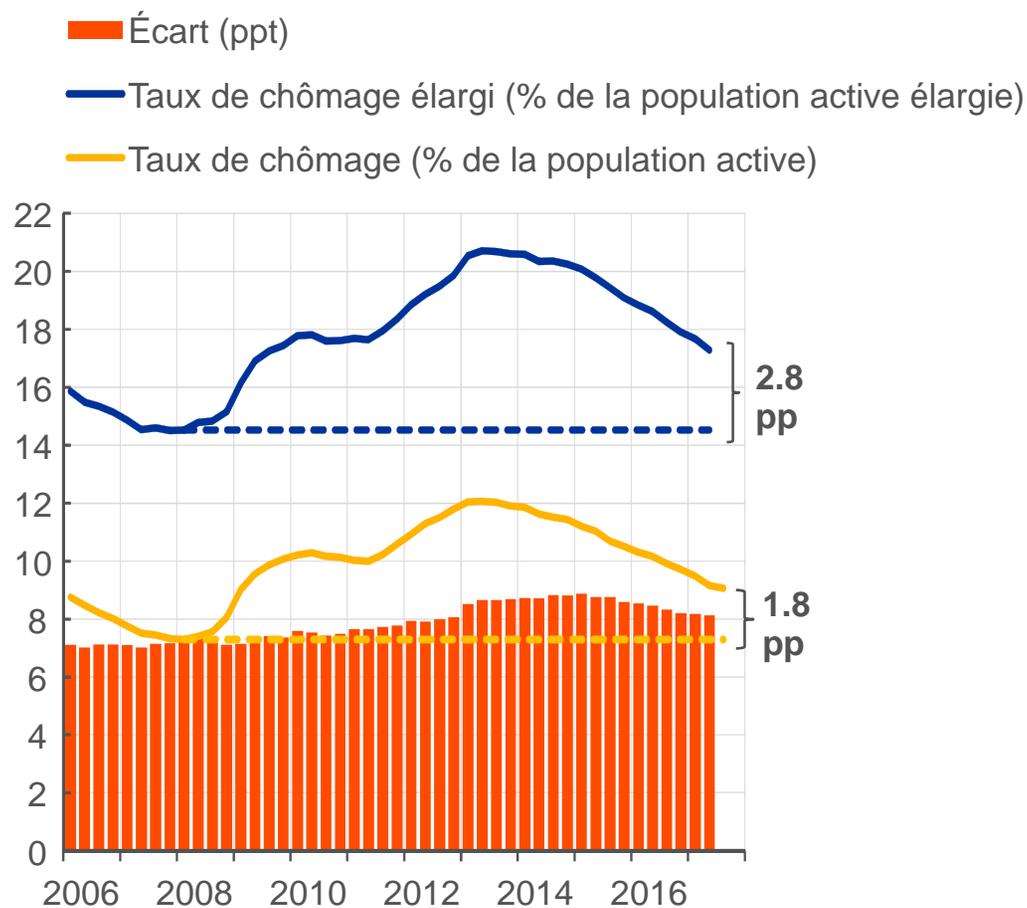
Dernières observations : T3 2017 pour les salaires négociés (dernières données basées sur juillet et août 2017) et T2 2017 pour les autres éléments.

Sources : Eurostat, AMECO automne 2017 et calculs des services de la BCE.

Notes : la dernière observation porte sur T2 2017.

Situation économique dans la zone euro

Mesure élargie de la sous-utilisation de la main-d'œuvre et du taux de chômage (% de la population active respective, différence p.p.)



Sources : Eurostat, calculs des services de la BCE.

Note : le taux de chômage élargi regroupe (i) le nombre total de chômeurs, (ii) les travailleurs à temps partiel en sous-emploi ayant actuellement un emploi mais pas pour le nombre d'heures optimal dont ils souhaiteraient disposer, et (iii) les personnes en situation d'inactivité qui ont un lien marginal avec le marché de l'emploi, avec la main-d'œuvre et tous les travailleurs ayant un lien marginal.

Dernières observations : T2 2017 pour le taux de chômage élargi, juillet-août 2017 pour le taux de chômage.

Prévisions d'inflation à moyen terme

Comparaison des prévisions d'inflation dans la zone euro

(taux de variation annuelle en %)

Hausse de l'IPCH

	Date	2017		2018		2019	
		Dernière prévision	Différence avec prévision précédente	Dernière prévision	Différence avec prévision précédente	Dernière prévision	Différence avec prévision précédente
Services de la BCE (MPE)	7 sept. 2017	1.5	(=)	1.2	(-0.1)	1.5	(-0.1)
Consensus économique	9 nov. 2017	1.5	(=)	1.3	(=)	1.5	(-0.2)
OCDE	7 juin 2017	1.7	(+0.5)	1.4	(=)	-	-
Baromètre zone euro	16 oct. 2017	1.5	(=)	1.3	(=)	1.6	(-0.1)
Commission européenne	9 nov. 2017	1.5	(-0.1)	1.4	(+0.1)	1.6	-
Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels	27 oct. 2017	1.5	(=)	1.4	(=)	1.6	(=)
FMI	10 oct. 2017	1.5	(-0.1)	1.4	(-0.1)	1.7	(=)

Note : les chiffres entre parenthèses montrent les variations par rapport à la prévision précédente.

Note : sauf pour les MPE (projections macroéconomiques de la BCE) et les BMPE (projections macroéconomiques de l'Eurosystème), les révisions des prévisions sont calculées à partir de données arrondies (seules les révisions apparentes sont présentées). MPE : variations par rapport aux BMPE publiées le 8 juin 2017. Consensus économique : variations par rapport à octobre 2017. Les chiffres relatifs à 2019 sont tirés de l'enquête prévisionnelle à long terme d'octobre 2017, variations par rapport à l'enquête d'avril 2017. OCDE : perspectives économiques intermédiaires de septembre 2017 (seules les données sur le PIB sont mises à jour). Variations par rapport aux perspectives économiques 2017 de l'OCDE, n° 101, juin 2017. Baromètre de la zone euro : variations par rapport à septembre 2017. Les chiffres pour 2019 sont tirés de l'enquête prévisionnelle à long terme d'octobre 2017 (variations par rapport à juillet 2017). Commission européenne : prévisions économiques automne 2017 (9 novembre 2017), variations par rapport aux prévisions du printemps 2017. Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels T4 2017 – enquête menée entre le 2 et le 6 octobre 2017 ; variations par rapport au T3 2017 (juillet 2017). Perspectives économiques mondiales du FMI publiées en octobre 2017 ; variations par rapport au rapport de surveillance de pays du FMI au titre de l'article IV, juillet 2017.

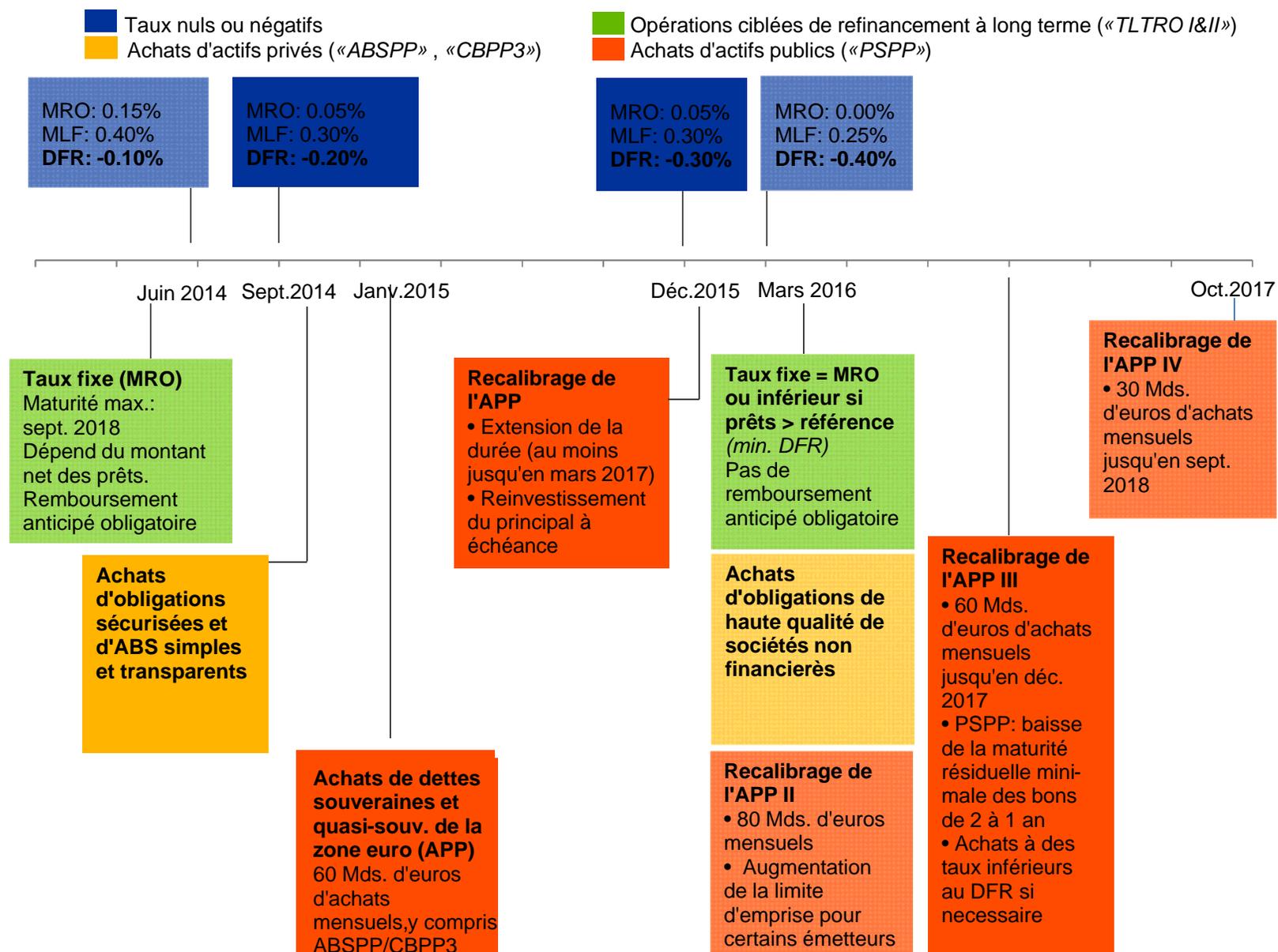
Plan d'ensemble

A La situation économique dans la zone euro

B Les mesures récentes de politique monétaire

C Parachever l'Union économique et monétaire

Les mesures récentes de politique monétaire



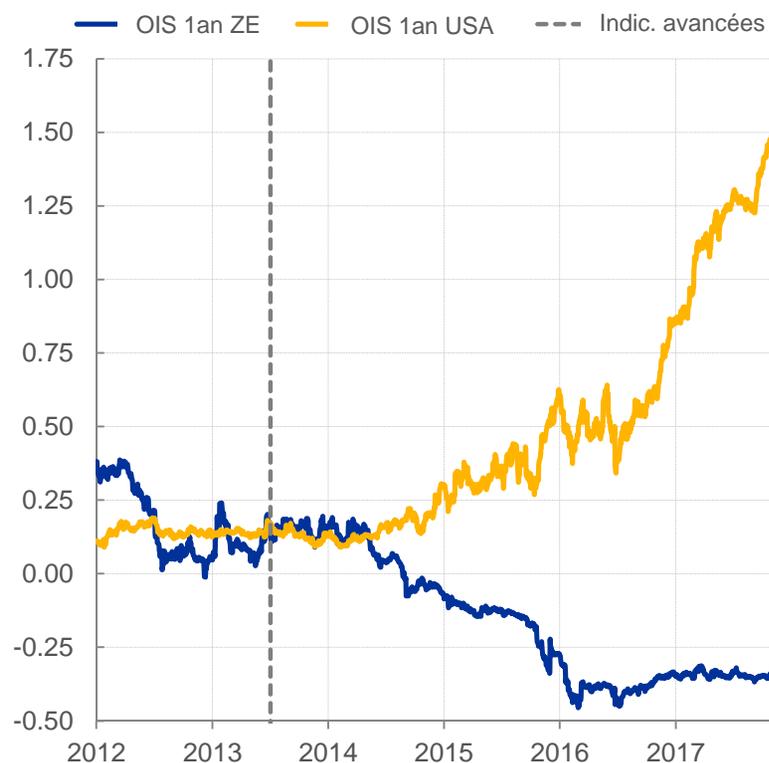
N.B.: «MRO» = taux de refinancement ; «MLF» = taux de la facilité de prêt marginal ; «DFR» = taux de la facilité de dépôt

Les indications prospectives sur la politique monétaire

Indications « avancées » (sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs, « **Forward guidance** »)

« **Selon nous, les taux directeurs devraient rester à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour nos achats nets d'actifs. [...] Nos achats nets d'actifs devraient se poursuivre à hauteur de 30 milliards d'euros par mois à partir de janvier 2018 et jusque fin septembre 2018 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, 26 octobre 2017)

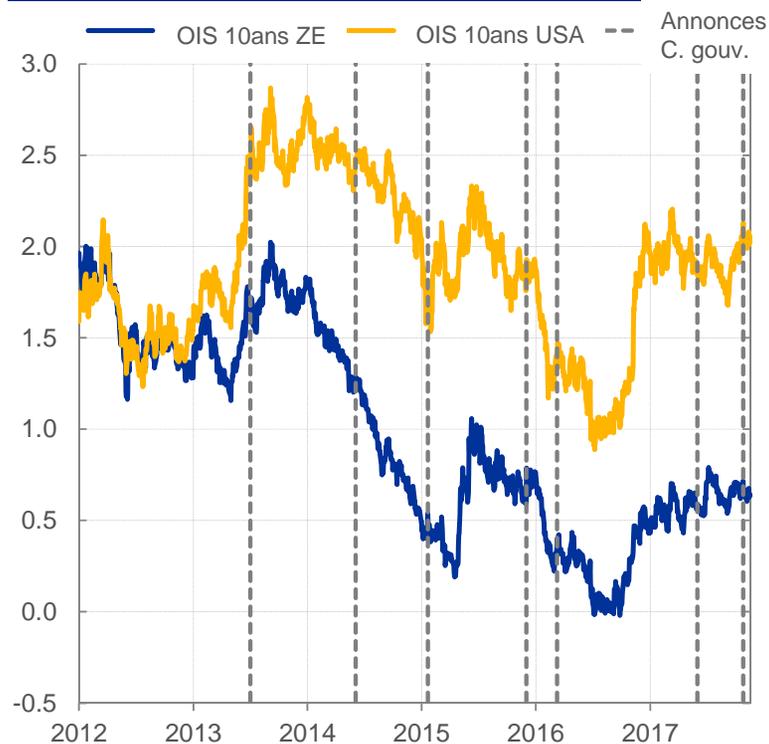
Taux d'intérêt OIS à un an aux États-Unis et dans la zone euro (%)



Source : Bloomberg.

Dernière observation : 17 novembre 2017.

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



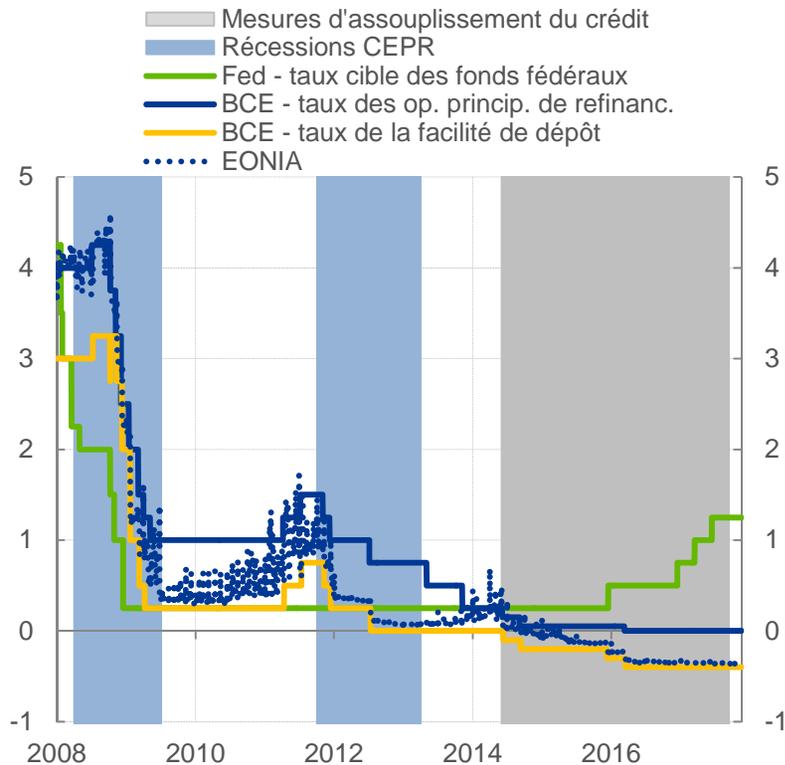
Sources : Bloomberg, BCE.

Notes : les annonces du Conseil des gouverneurs ont trait aux annonces faites en juillet 2013 (indications avancées), juin 2014 (réduction du taux de la DFR), janvier 2015 (APP), décembre 2015 (recalibrage de l'APP et réduction du taux de la DFR), mars 2016 (recalibrage de l'APP), juin 2016 (CSPP) et octobre 2017 (recalibrage de l'APP). Dernière observation le 17 novembre 2017.

www.ecb.europa.eu

Taux directeurs et bilan de la BCE

Taux directeurs BCE et FED, EONIA (%)

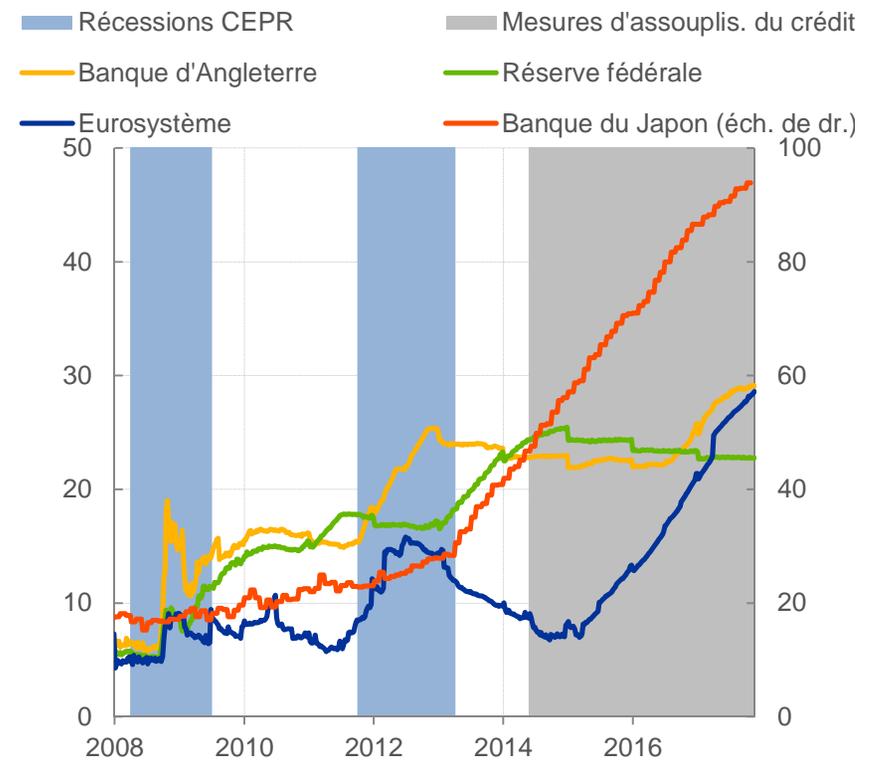


Sources : BCE, Réserve fédérale.

Note : Taux des op. princ. de refinanc. (BCE), taux cible des fonds fédéraux (Fed), Eonia (BCE)..

Dernière observation : 17 novembre 2017.

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



Sources : BCE, Réserve fédérale, Banque d'Angleterre, Banque du Japon, Eurostat, BRI.

Note : le bilan de la BCE ne contient que des actifs détenus au titre de la politique monétaire.

Dernière observation : 17 novembre 2017.

La transmission des mesures non conventionnelles

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>Indications avancées, APP, TLTRO</i>
------------------	---	---

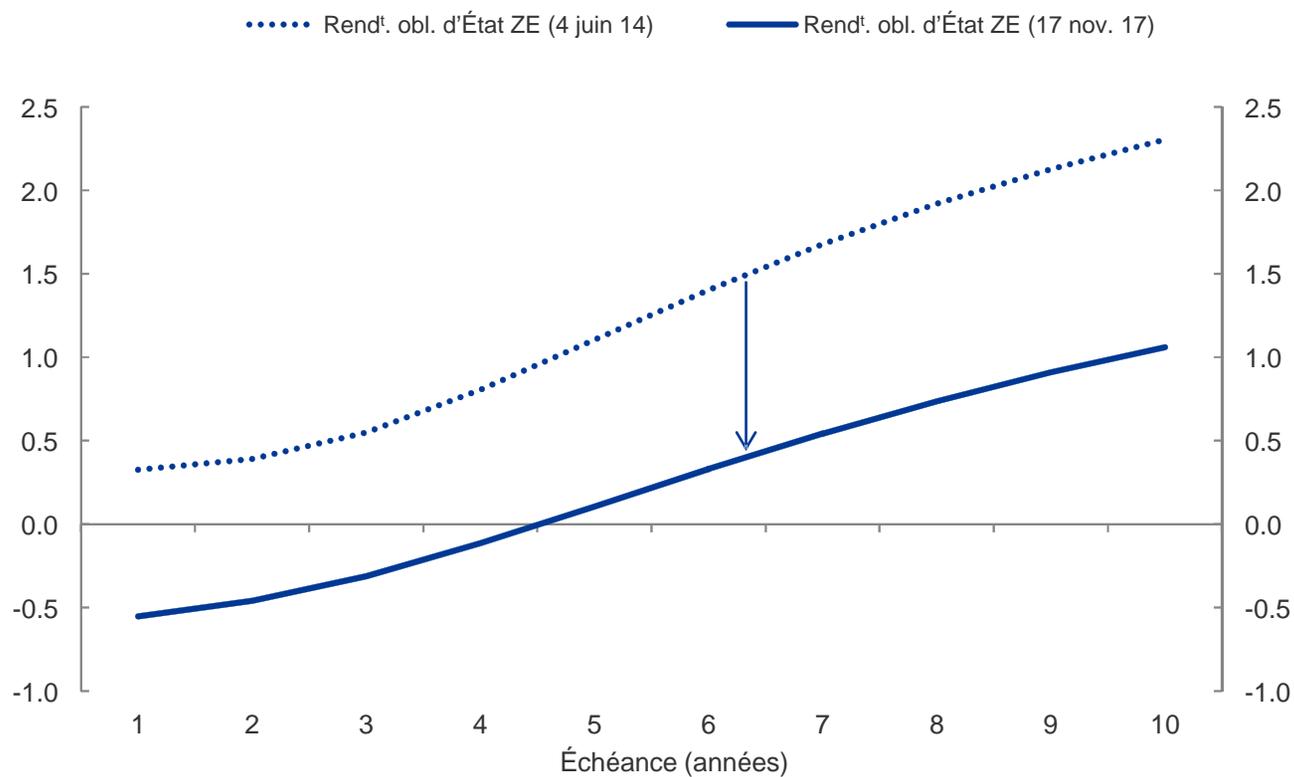
Effets de portefeuille	Hausse des prix d'une large gamme d'actifs financiers <i>via</i> la réduction des primes de liquidité/duration	<i>APP, TLTRO, taux négatifs</i>
------------------------	--	----------------------------------

Transmission directe	Réduction des taux d'emprunt des ménages et entreprises	<i>TLTRO, APP, taux négatifs</i>
----------------------	---	----------------------------------

Effets de taux de change

Incidence sur les conditions monétaires et financières

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

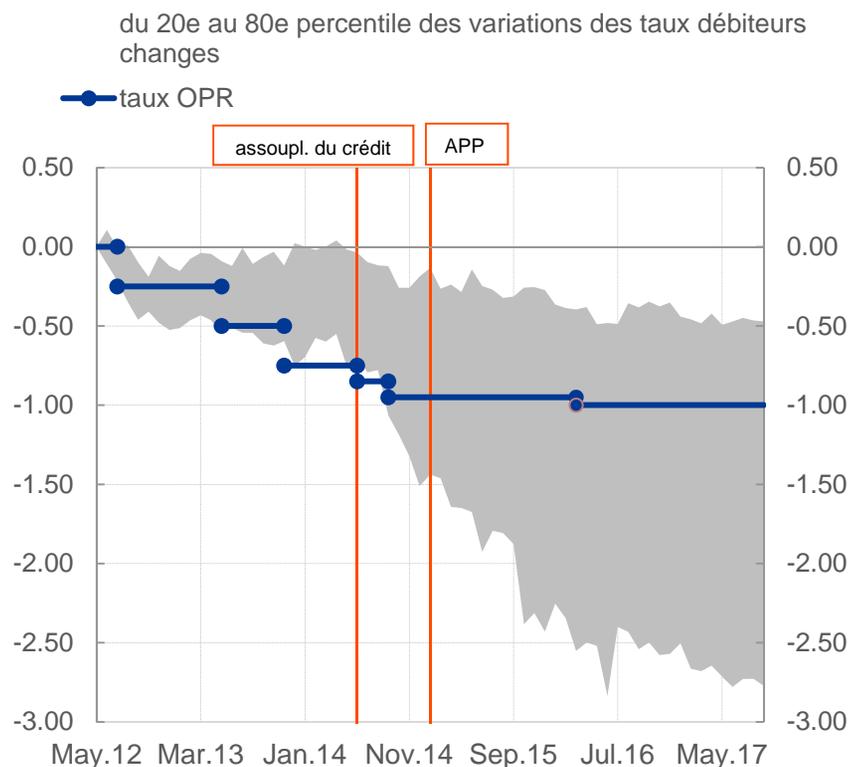


Sources : Bloomberg, BCE, calculs de la BCE.
Dernière observation : 17 novembre 2017.

Incidence sur les conditions monétaires et financières

Réduction des taux directeurs et distribution des taux d'emprunt bancaire : cycle post-OMT (mai 2012 – septembre 2017)

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



Sources : Reuters, calculs de la BCE.

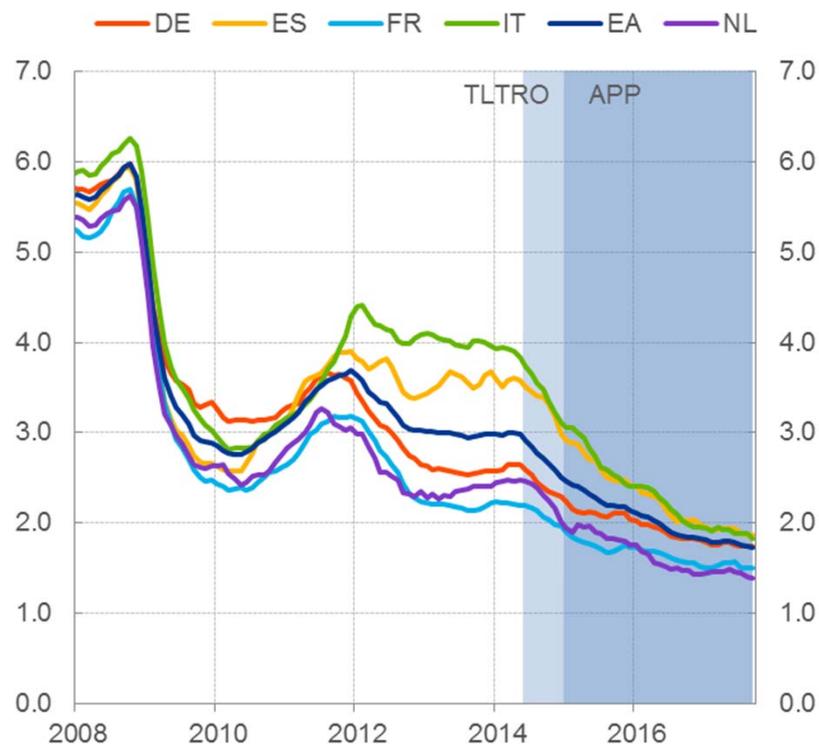
Notes : dernière observation pour les taux débiteurs en septembre 2017 (graphique de gauche) ou octobre 2003 (graphique de droite). Les zones grisées indiquent du 20^e au 80^e percentile des taux débiteurs bancaires à court terme pour les prêts de faibles montants (< 1 million d'euros) aux sociétés non financières. Les lignes verticales indiquent les annonces relatives à un assouplissement du crédit et au programme élargi d'achats d'actifs.

Dernière observation en septembre 2017.

Incidence sur les conditions monétaires et financières

Taux du crédit bancaire aux entreprises non financières de la zone euro (en % annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)

(en % annuels ; moyennes mobiles sur trois mois)

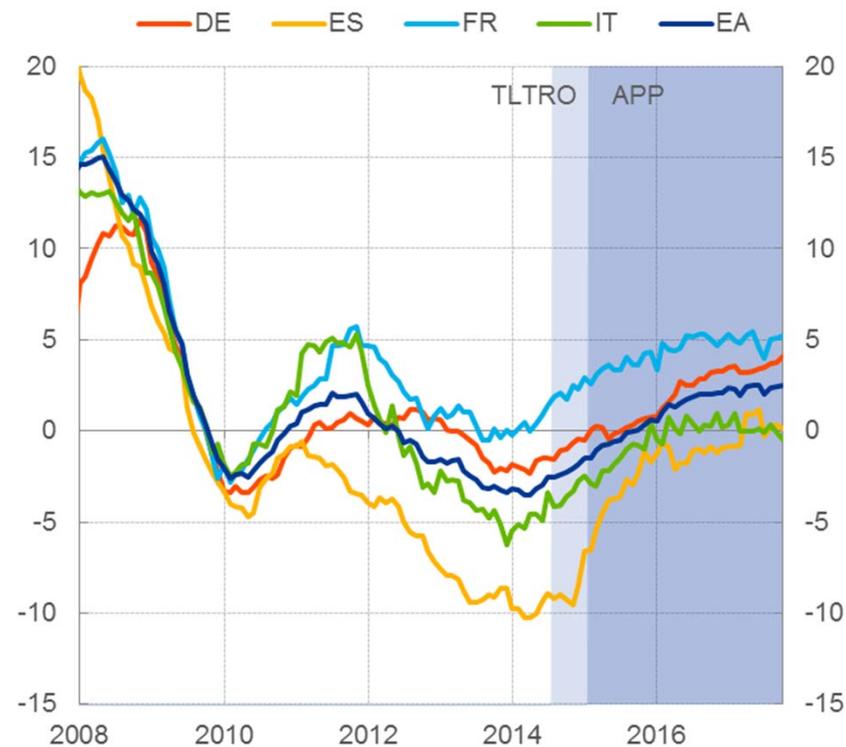


Source : BCE.

Note : l'indicateur du coût total des crédits est calculé par agrégation des taux à court et à long terme reposant sur une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Dernière observation en septembre 2017.

Encours de crédit bancaire aux entreprises non financières de la zone euro (variations annuelles en %)

(variations annuelles en %)

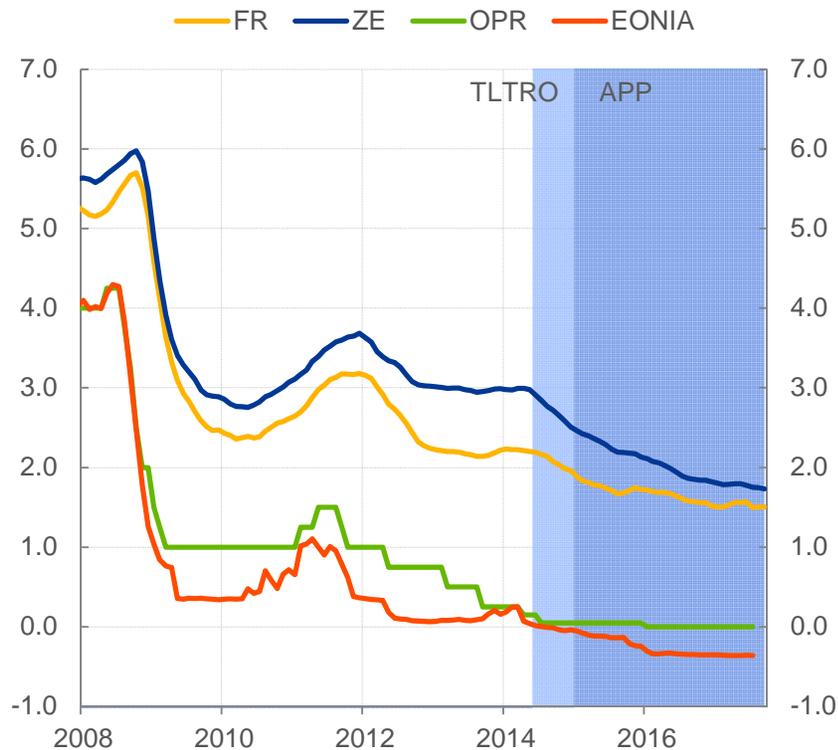


Source : BCE.

Note : en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation. Dernière observation en septembre 2017.

Incidence sur les conditions monétaires et financières

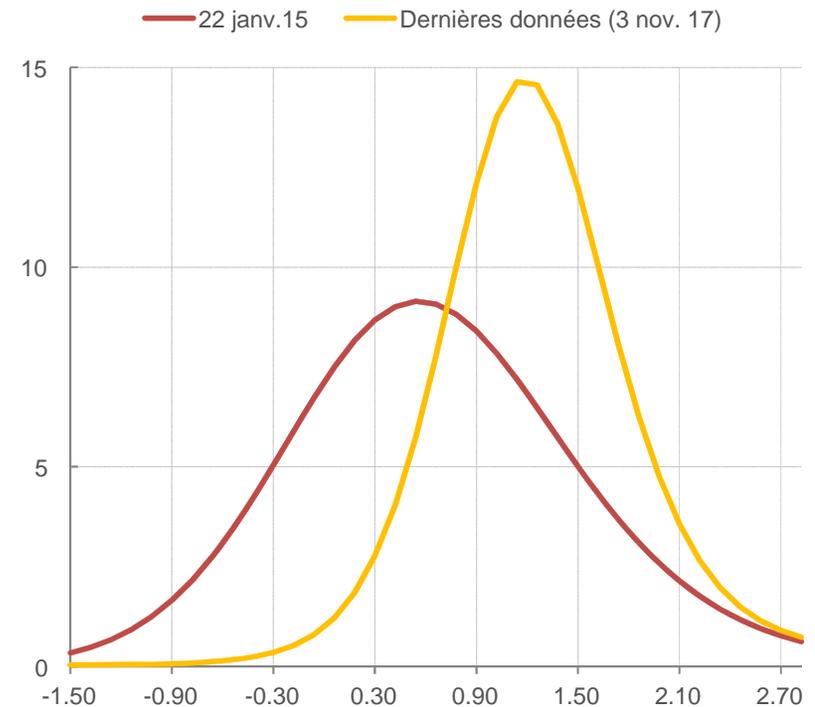
Taux du crédit bancaire aux entreprises non financières de la zone euro (%)



Source : BCE.

Note : l'indicateur du coût total des crédits est calculé par agrégation des taux à court et à long terme reposant sur une moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. Le taux Eonia est exprimé sous forme de moyenne mensuelle pondérée du volume. Dernière observation en septembre 2017.

Densité de probabilité neutre à l'égard du risque pour l'inflation anticipée à 5 ans dans la zone euro (% en probabilité)



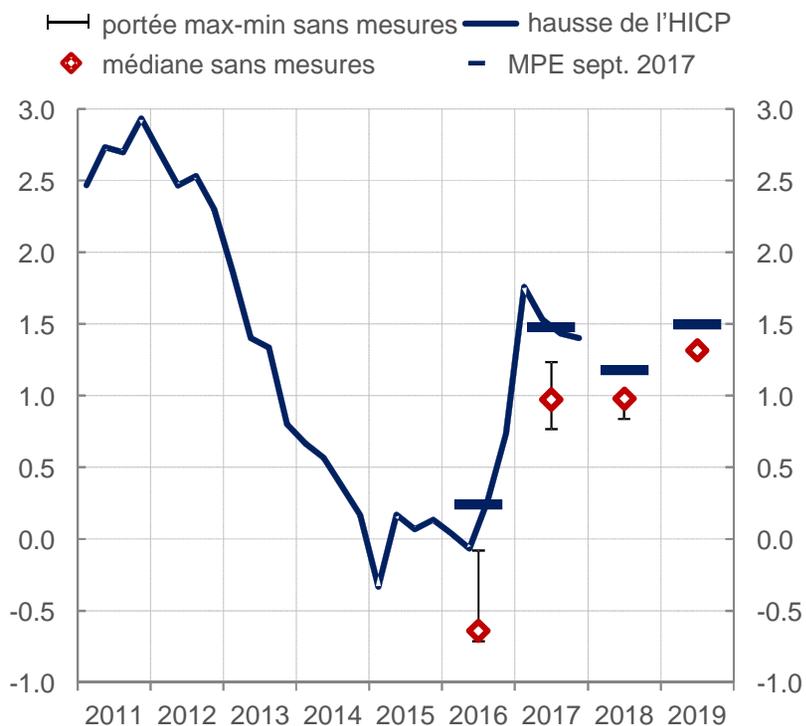
Sources : Bloomberg et calculs de la BCE.

Note : les fonctions de densité de probabilité implicite sont calculées sur la base des plachers (floors) des options sur inflation à cinq ans à zéro coupon. Les probabilités neutres au risque peuvent varier largement des distributions de probabilité physiques (ou « vraies »). L'axe des abscisses se rapporte à la valeur de l'inflation de la zone euro neutre au risque à cinq ans dans cinq ans. Dernière observation : T3 2017.

Incidence macroéconomique

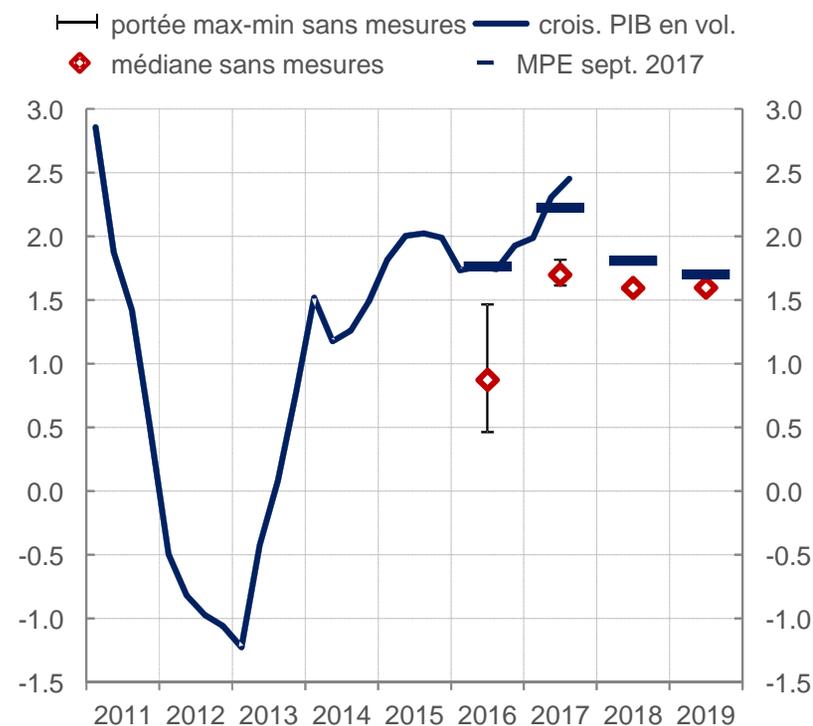
Inflation, projections d'inflation et contribution des mesures à l'inflation

(taux de glissement annuel en %)



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

(taux de variation annuel en %)



Sources : projections macroéconomiques et calculs de la BCE.

Note : la hausse de l'IPCH et la croissance du PIB en volume sont tirées des MPE de septembre 2017 ; la médiane et la fourchette reflètent des estimations de la hausse de l'IPCH et de la croissance du PIB en volume sur l'horizon de projection en l'absence de soutien monétaire ; ces estimations proviennent de trois exercices distincts : les élasticités macroéconomiques utilisées dans les projections de la BCE et les simulations effectuées avec des modèles satellites tenant compte des instruments non conventionnels de politique monétaire.

Dernière observation : T4 2017 pour l'IPCH (estimation d'octobre) et T3 2017 pour le PIB en volume.

Plan d'ensemble

A La situation économique dans la zone euro

B Les mesures récentes de politique monétaire

C Parachever l'Union économique et monétaire

Réponse des autorités à la crise

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 communes
 - Par des réformes qui augmentent le potentiel de croissance à long terme
- Favoriser la convergence vers des structures économiques plus résilientes, qui atténuent l'incidence des chocs et facilitent la reprise.

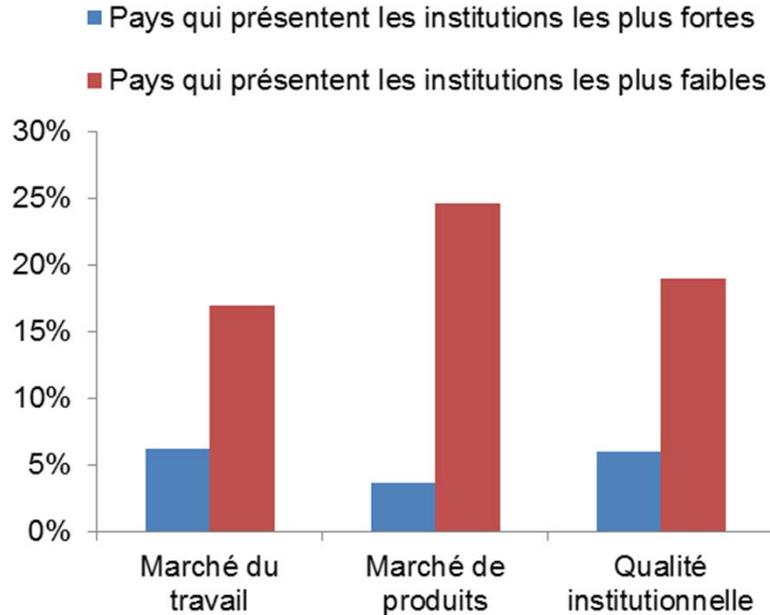
Améliorer l'allocation des ressources pour favoriser la résilience et la croissance

La mise en œuvre décisive des réformes structurelles nécessaires conduirait à un “double dividende”, ...

...renforcer la résilience aux chocs...

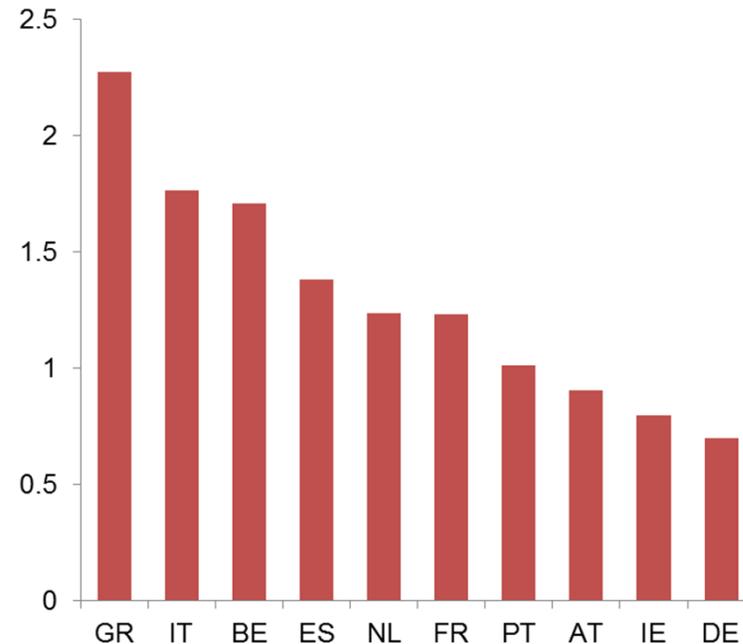
... et promouvoir la croissance économique

Probabilité de faire face à une grave crise économique



Source : Working Paper BCE, n° 1948.

Croissance potentielle de l'investissement annuel des entreprises (en points de pourcentage) si la moitié de l'écart par rapport au structures économiques les plus performantes est résorbée



Source: analyse interne de la BCE.

Parachever progressivement l'UEM

Les priorités de l'UEM à court et long terme

Priorités à court terme

- Union budgétaire: assurer le respect des règles décidées en commun
 - Afin de faire face aux chocs macroéconomiques à l'avenir, il demeure essentiel de garantir la soutenabilité des finances publiques à long terme et de permettre la constitution d'excédents budgétaires.
- Union économique : accélérer la mise en œuvre des réformes structurelles
 - Il s'agit d'une priorité pour créer des conditions favorables aux entreprises et stimuler l'investissement et la création d'emplois.
- Union financière: achever l'union bancaire et créer une véritable union des marchés de capitaux
 - Cela permettrait de limiter le potentiel cercle vicieux entre le risque bancaire et le risque souverain, et d'accroître la diversification des risques au niveau intra-européen, renforçant ainsi la résilience de l'UEM.

Priorités à moyen terme

- 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, assorti de mécanismes de contrôle démocratique



Merci