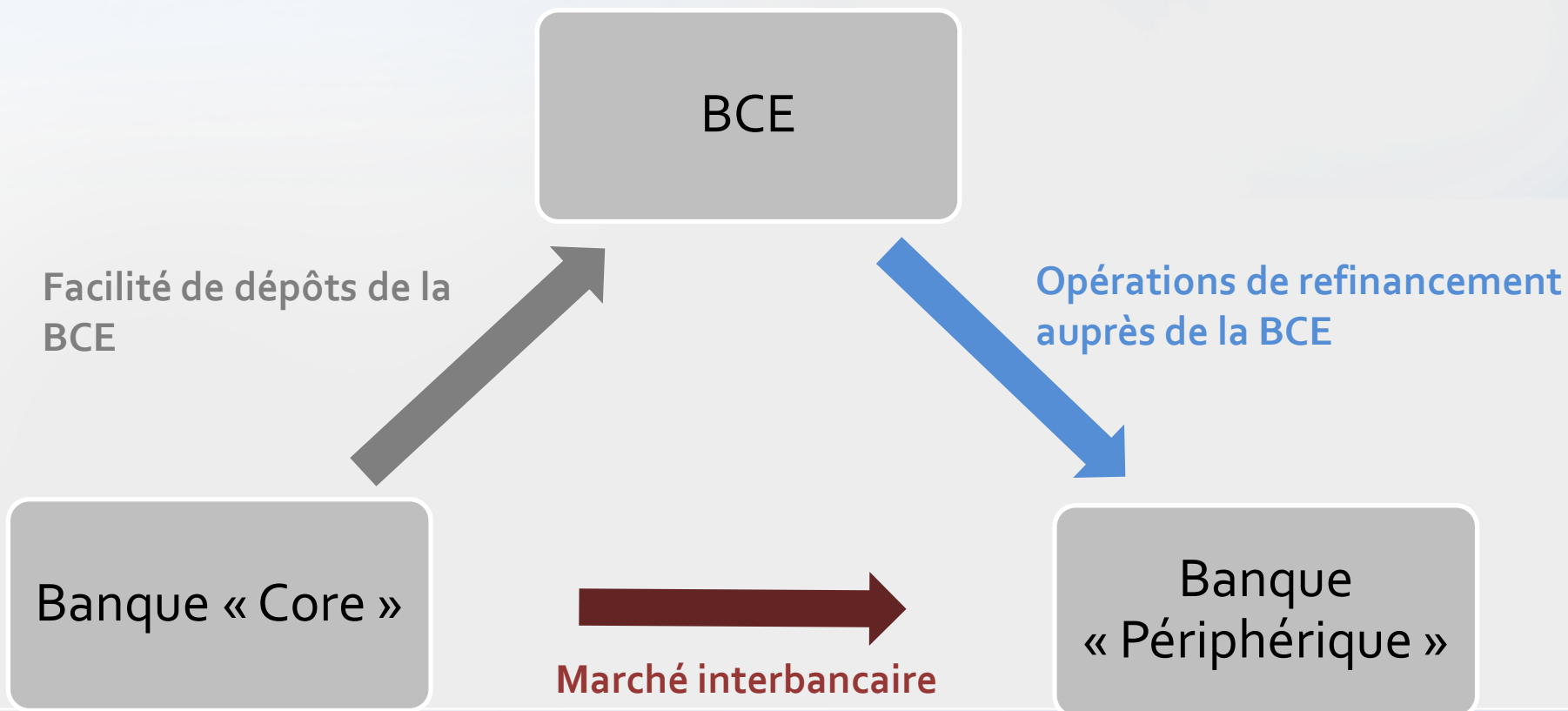


**Les vues exprimées ici sont miennes et
n'engagent en aucune façon la Banque de
France ou l'Eurosystème**

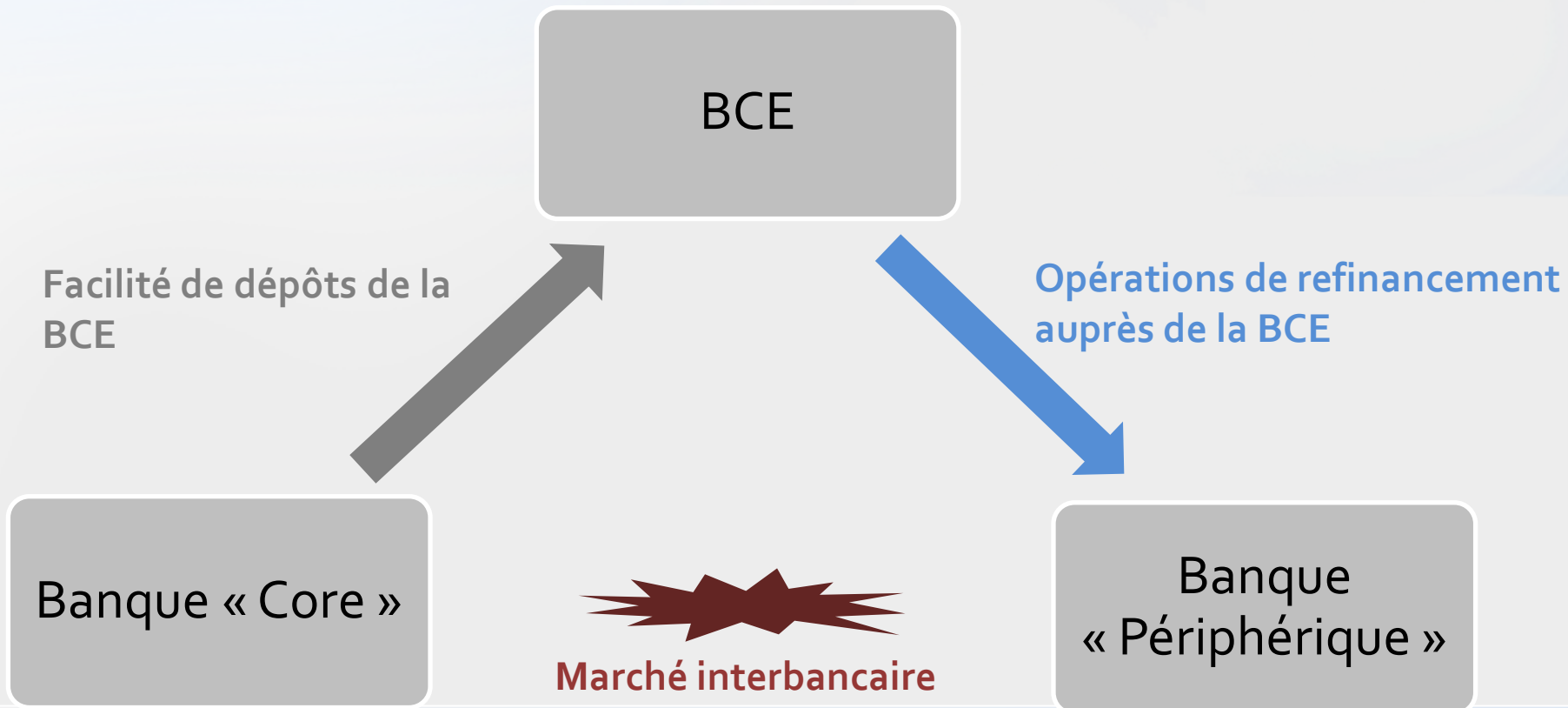
L'apport en liquidité de l'Eurosystème: *Quel principe?*

Le marché interbancaire et le circuit des réserves en période normale



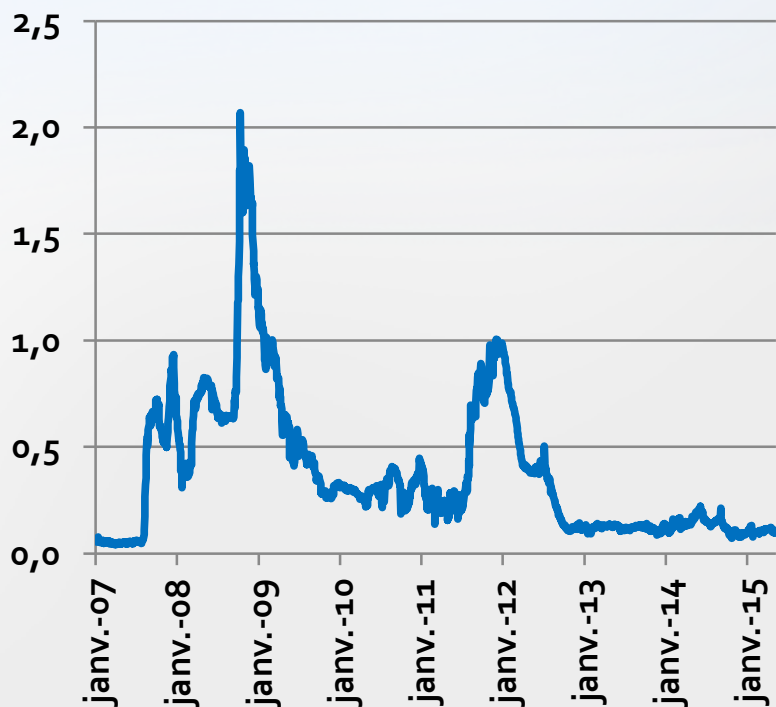
L'apport en liquidité de l'Eurosystème: *Quel principe?*

Le marché interbancaire et le circuit des réserves **en période de crise**

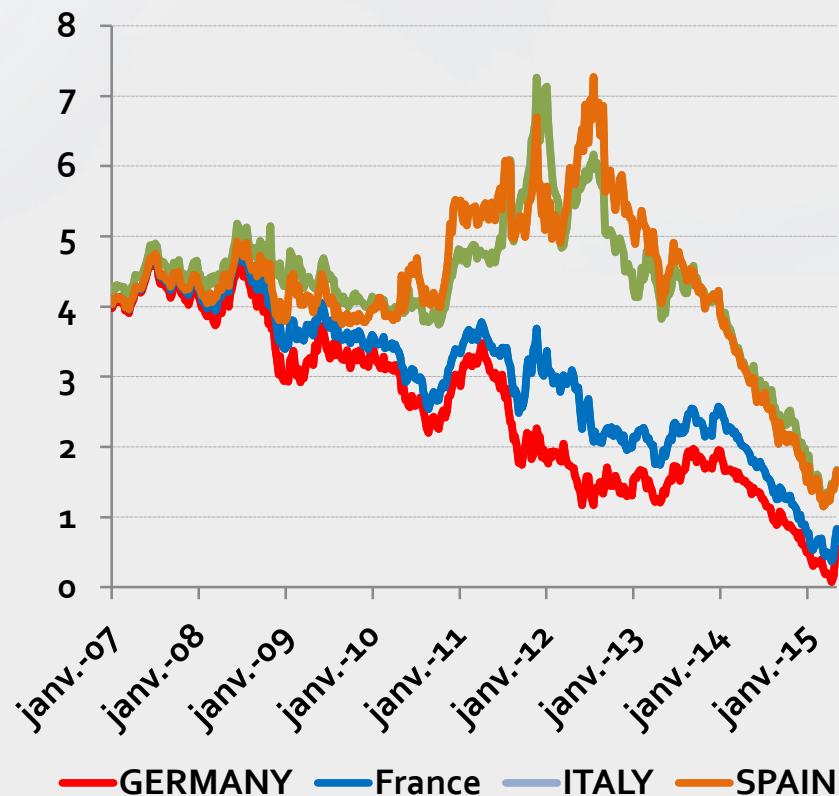


L'apport en liquidité de l'Eurosystème: *Quel principe?*

Spread Euribor/Eonia 3M

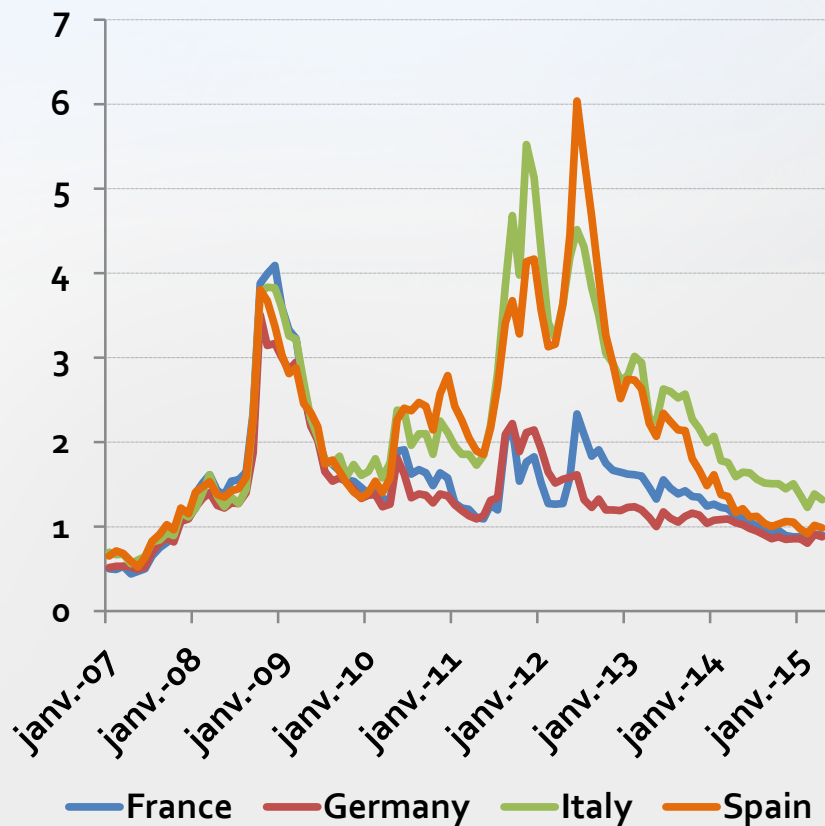


Taux souverains à 10 ans

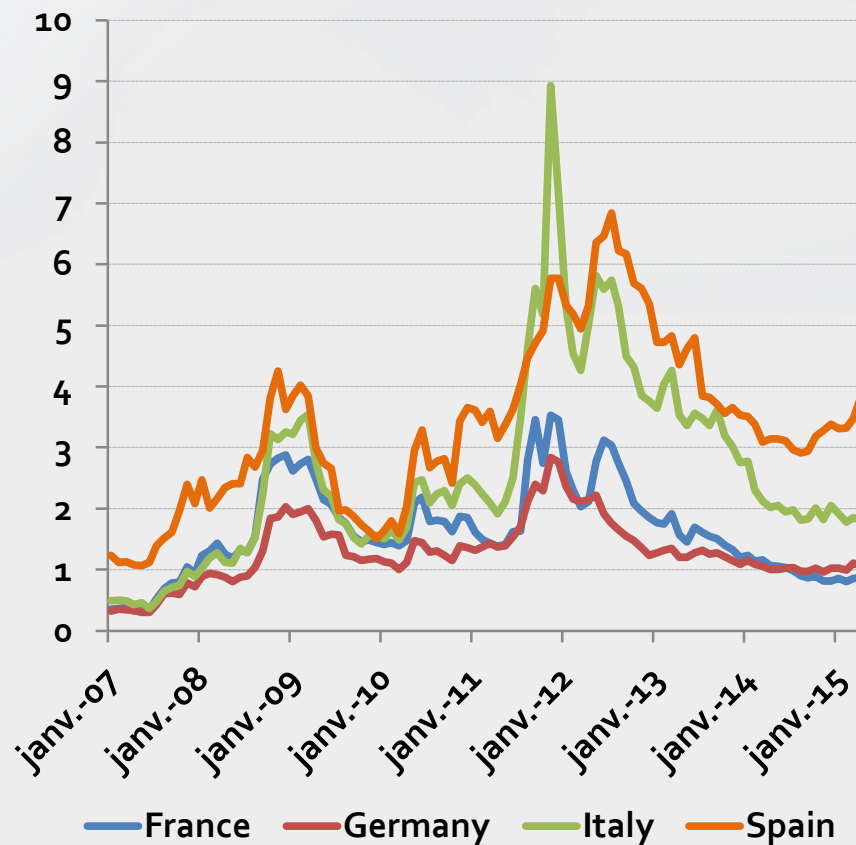


L'apport en liquidité de l'Eurosystème: *Quel principe?*

Spreads NFC

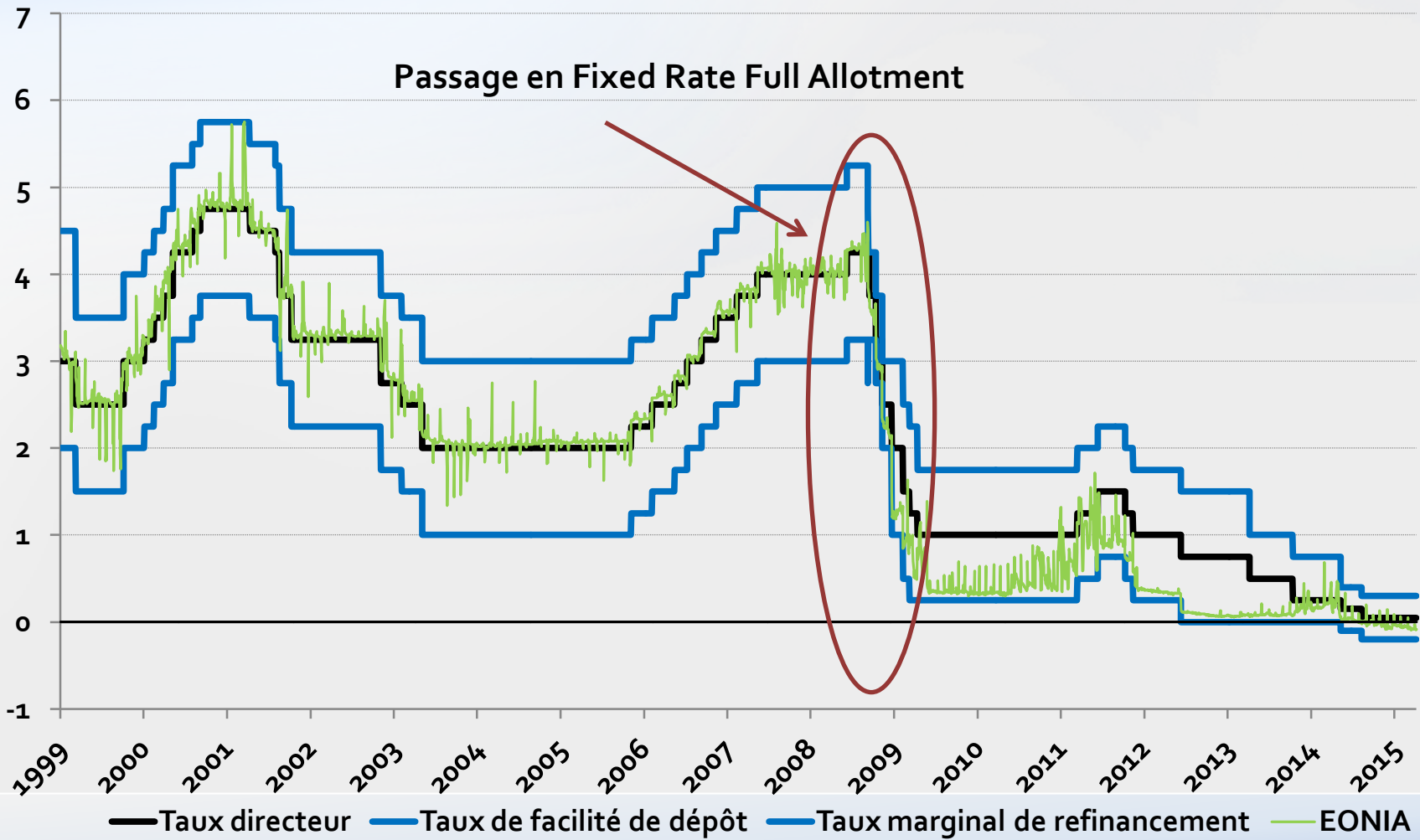


Spreads banks



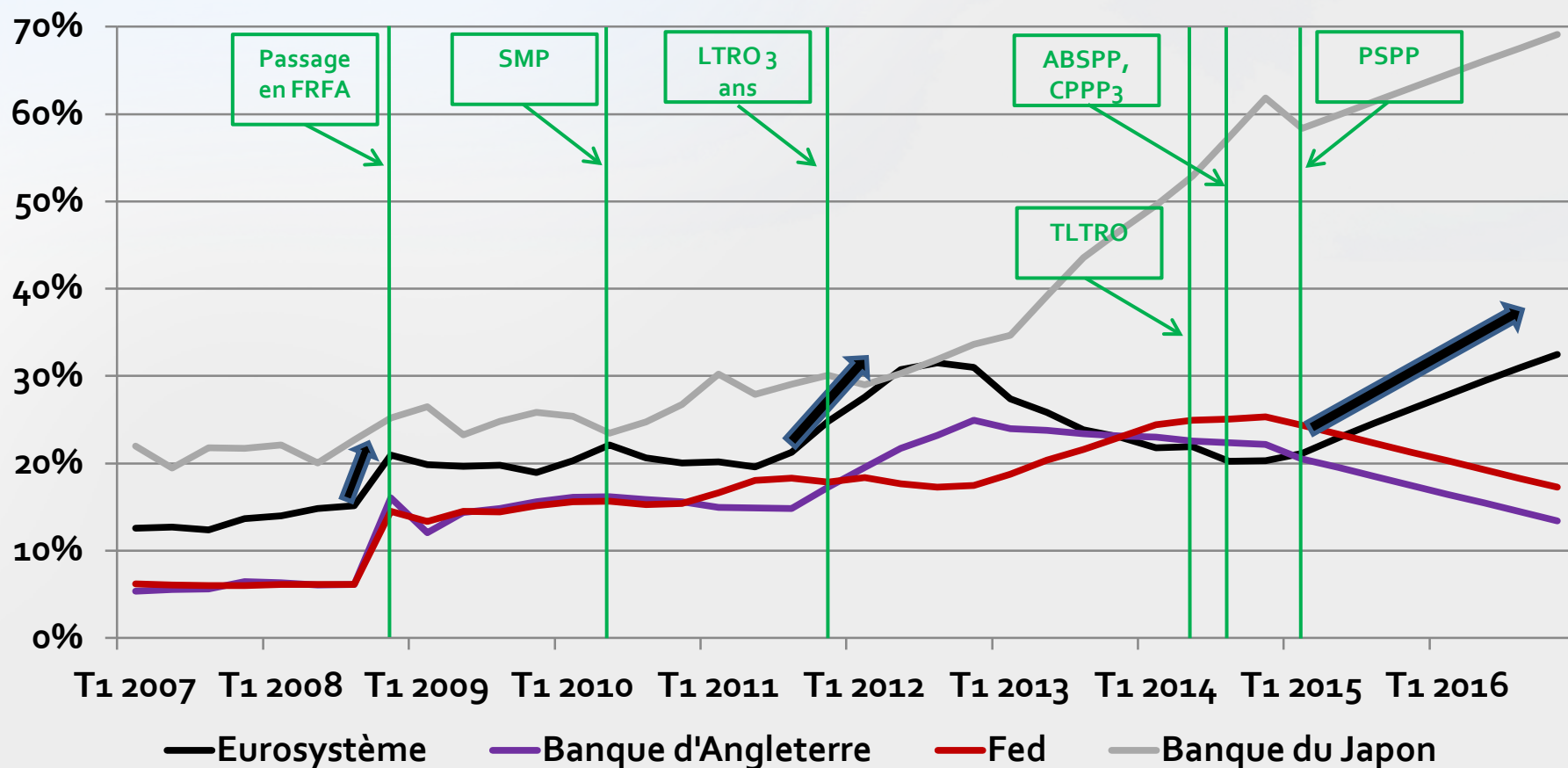
L'apport en liquidité de l'Eurosystème: *Quelles modalités?*

Passage en Fixed Rate Full Allotment



L'apport en liquidité de l'Eurosystème: *Quelles modalités?*

Bilans des principales banques centrales sur PIB (%)

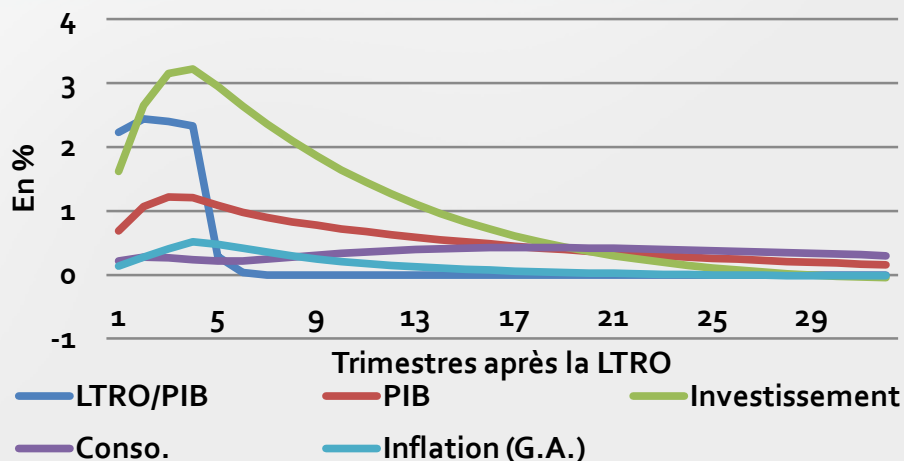


Sources: OECD, BCE, BoE, Fed, BoJ, calculs BdF

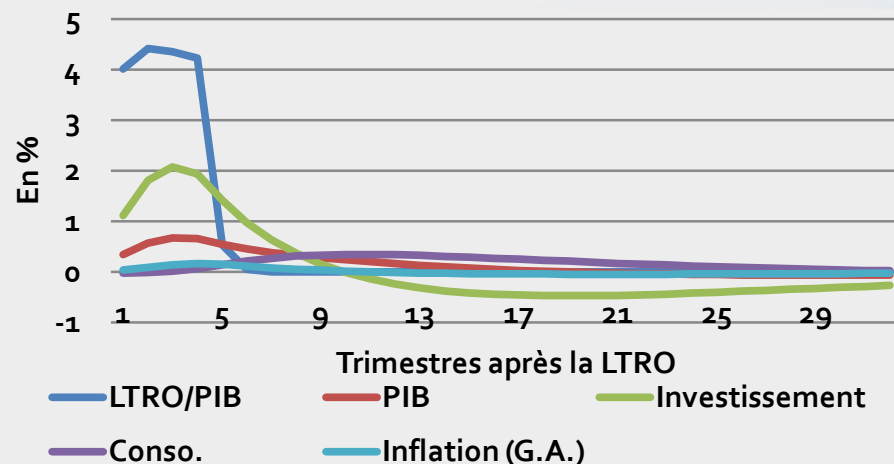
L'apport en liquidité de l'Eurosystème: *Quelle efficacité?*

- Beaucoup de critiques sur l'inefficacité supposée des LTROs
- Mais une analyse rigoureuse requiert un contre-factuel: que se serait-il passé si ...?
- C'est l'objet du document de travail BdF 528 (Cahn, Matheron, Sahuc, 2014) – Ici, LTRO 1 an

Effet macro sans neutralisation de la liquidité



Effet macro avec neutralisation de la liquidité



➔ Une politique aux effets potentiellement très importants

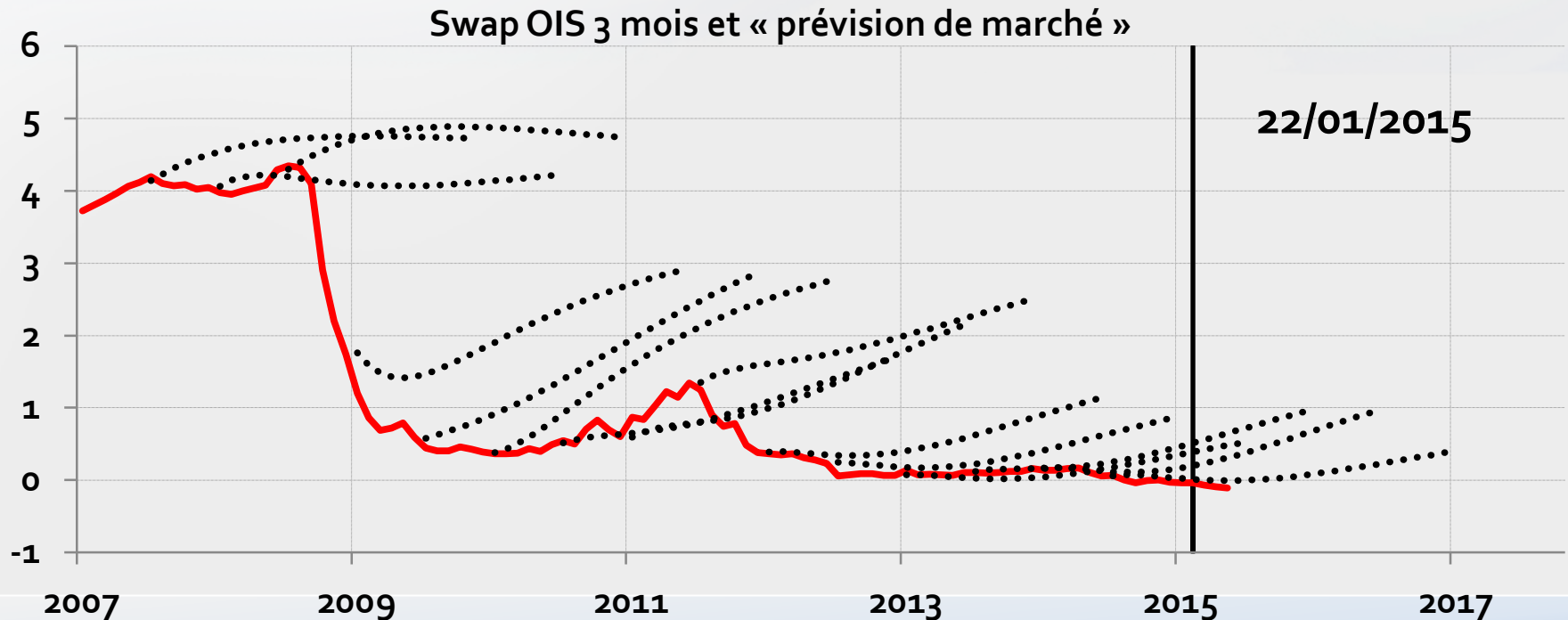
L'apport en liquidité de l'Eurosystème: *Quelle limite?*

- L'apport en liquidité a :
 - permis d'éviter une paralysie totale du marché interbancaire
 - prévenu un *credit crunch* massif
 - contribué à mitiger les effets macro des contre-coups de la grande récession et la de la crise de la dette
- Mais si:
 - Les taux sont aujourd'hui à leur plancher
 - Faibles prises aux opérations de long terme de l'Eurosystème
- **Il faut d'autres outils pour relancer l'activité**

Les nouvelles étapes: Forward Guidance et QE

- Aplatissement progressif des anticipations sur les taux courts futurs:
 - Mise en place de la forward guidance en juillet 2013
 - Renforcement avec les TLTRO à taux fixe en juin 2014
 - Puis nouveau renfort du QE en janvier 2015

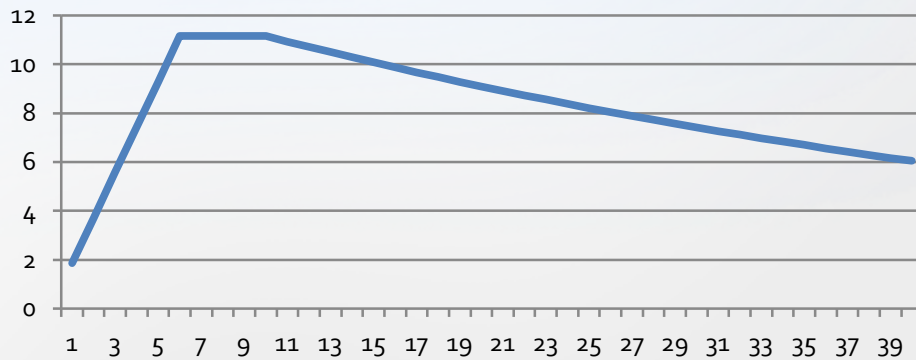
→ Crédibilité de la politique monétaire de l'Eurosystème



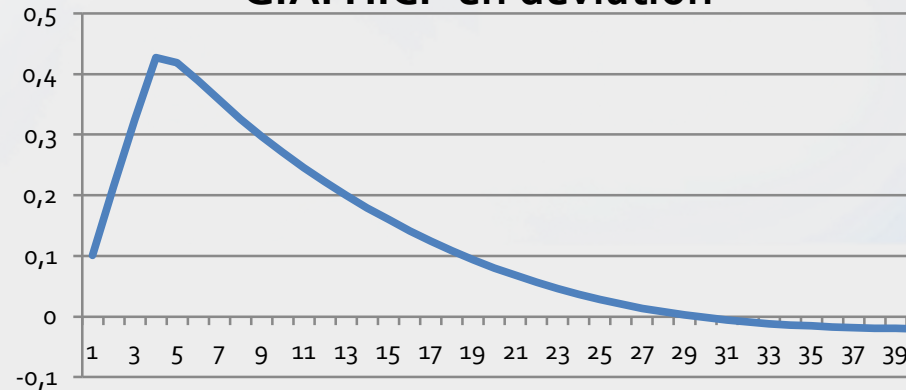
Simulation d'un QE à l'aide d'un modèle macroéconométrique

Les simulations en écart relatif au scénario central (en %)

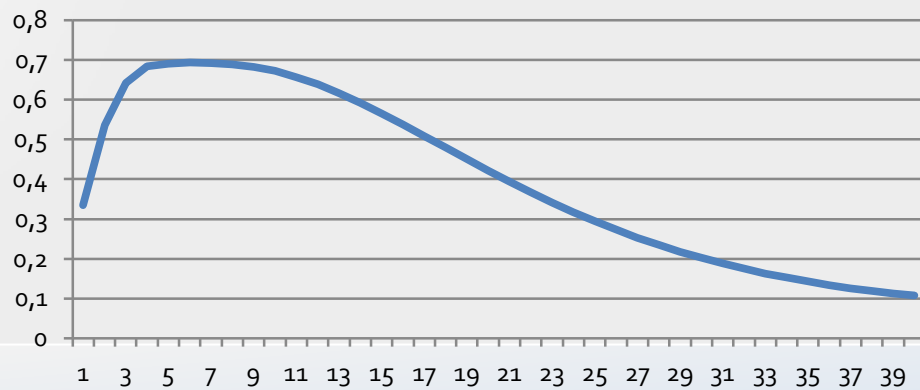
Achats cumulés en part de PIB



G.A. HICP en déviation



PIB en déviation relative



- Des effets dans la plage des estimations disponibles
- Fait saillant: délai de transmission d'environ 1 an sur le g.a. de l'IPCH
- Effet au pic à 10 trimestres pour le PIB

Ce futur qui nous attend

- Nous ne sommes pas encore tirés d'affaire
 - Regain de tension sur la courbe des taux la semaine dernière
 - Légère remontée du taux de change
- Une partie de ces péripéties provient sans doute d'une sur-réaction à des éléments de langage de la BCE
 - Contexte d'incertitude
- Une reprise très fragile s'esquisse, qu'il faut soutenir
- Dans le même temps, la politique monétaire ne peut pas tout et il appartient aux autres acteurs d'assumer pleinement leur rôle.