



Liberté • Égalité • Fraternité  
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

MINISTÈRE  
DES FINANCES  
ET DES COMPTES  
PUBLICS

MINISTÈRE  
DE L'ÉCONOMIE,  
DE L'INDUSTRIE  
ET DU NUMÉRIQUE



**Séminaire Fourgeaud, 5 avril 2016**  
**« Impact de la politique monétaire de l'Eurosystème »**

**Antonin Aviat, DG Trésor**

**Nos valeurs : l'ouverture, la loyauté, l'engagement, l'esprit d'équipe**

# Plan de la discussion

## ► Que retenir de ces articles très complémentaires ?

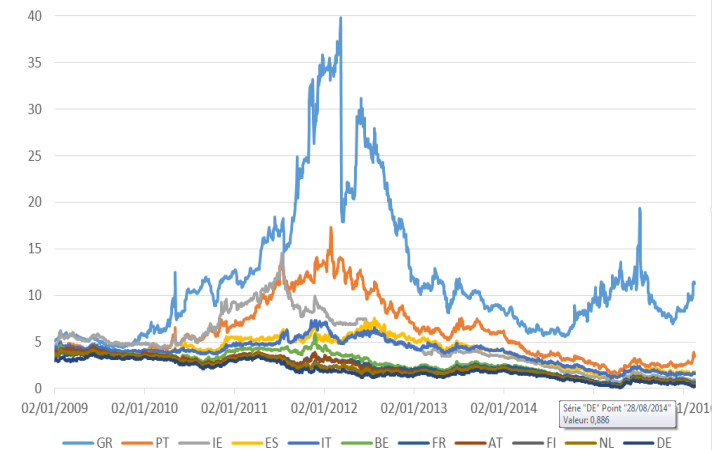
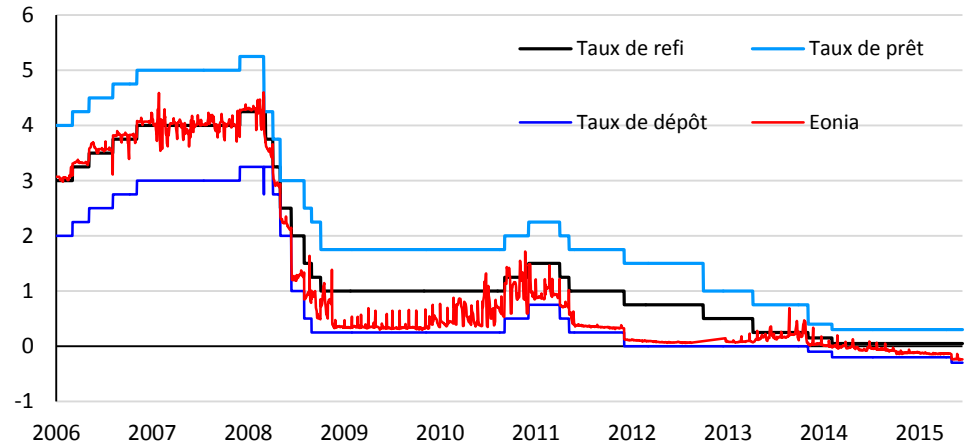
- ◆ Héam JC, B. Marc, R. Lee & M. Pak (2015), « L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro », *Note de conjoncture*, décembre 2015.
- ◆ Koijen R, F. Koulischer, B. Nguyen & M. Yogo (2016), « Quantitative Easing and Portfolio Rebalancing: Evidence from Holdings Data in the Euro Area », *Mimeo*.

## ► Remarques et questions aux auteurs

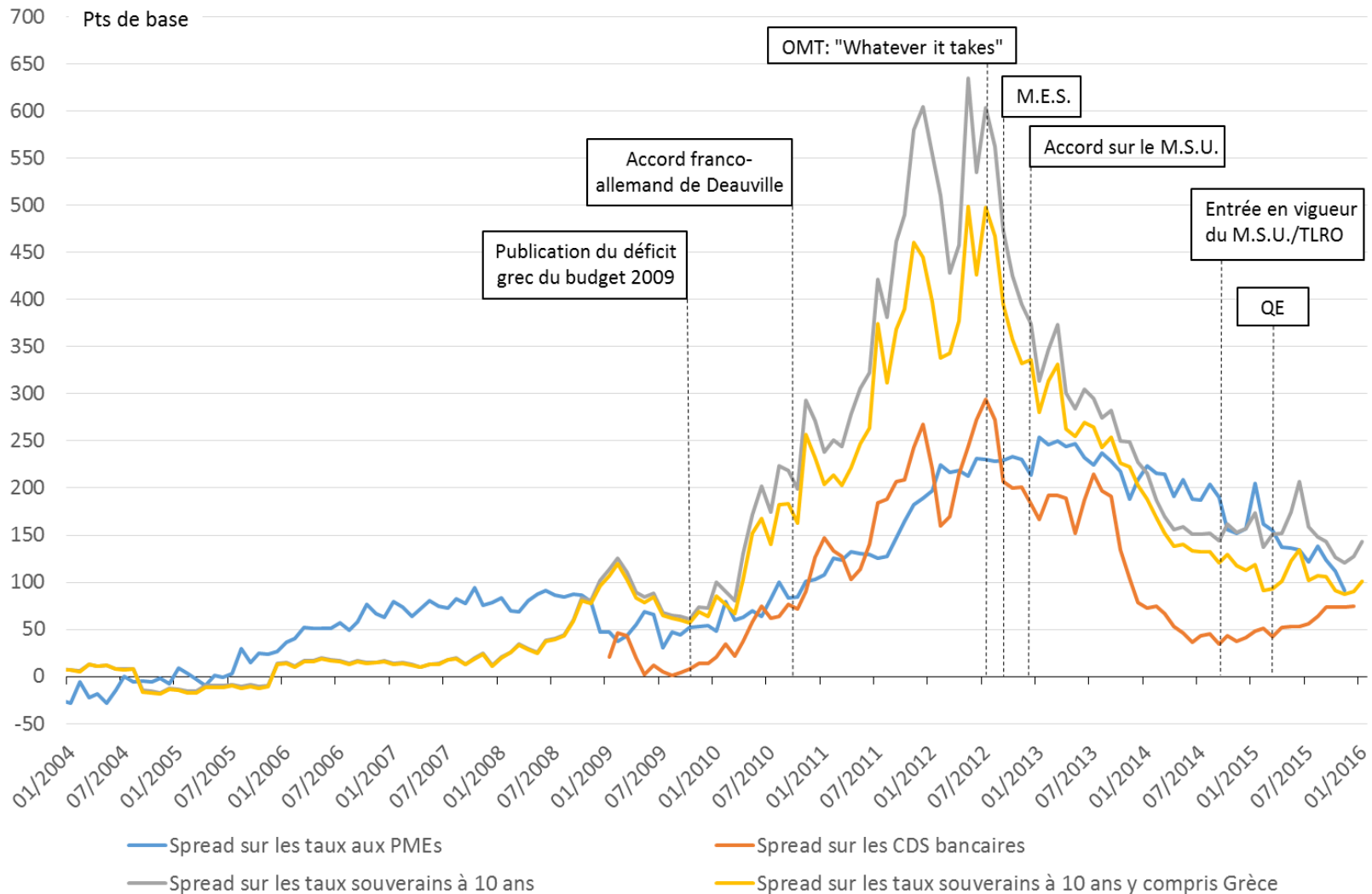
# Pourquoi un QE ?

- ▶ **Baisses des taux courts**
- ▶ **Elargissement des collatéraux**
- ▶ **Forward guidance et credit easing**
  - ◆ *Nov 2011 : VLTRO*
- ▶ **OMTs**

Taux directeurs de la BCE et taux interbancaire



# Divergences de conditions de financement



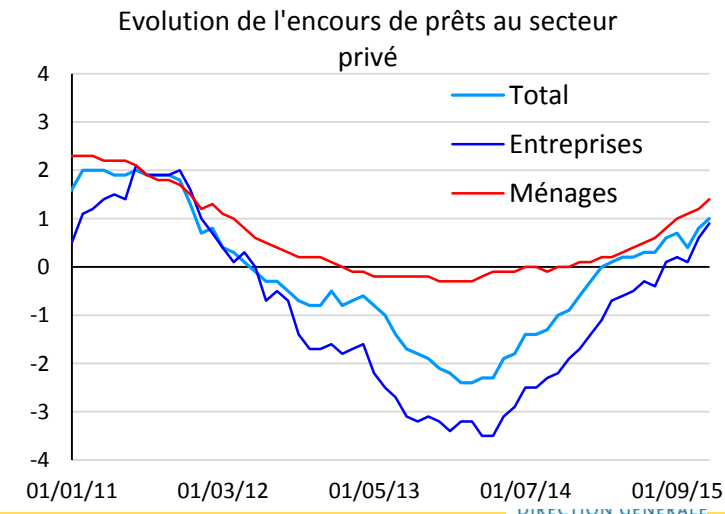
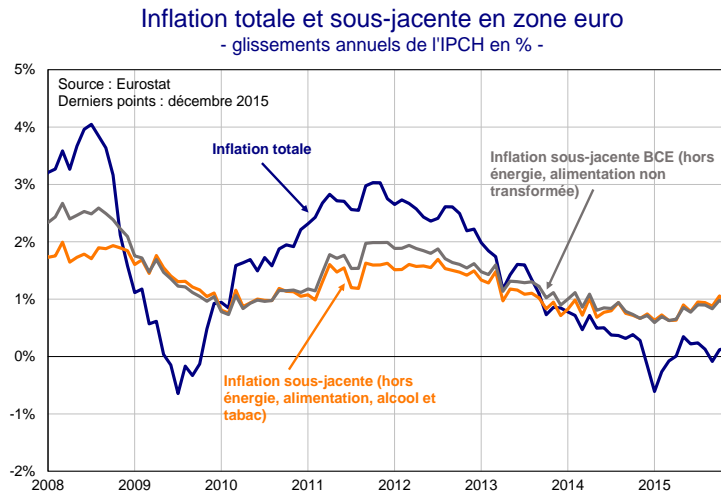
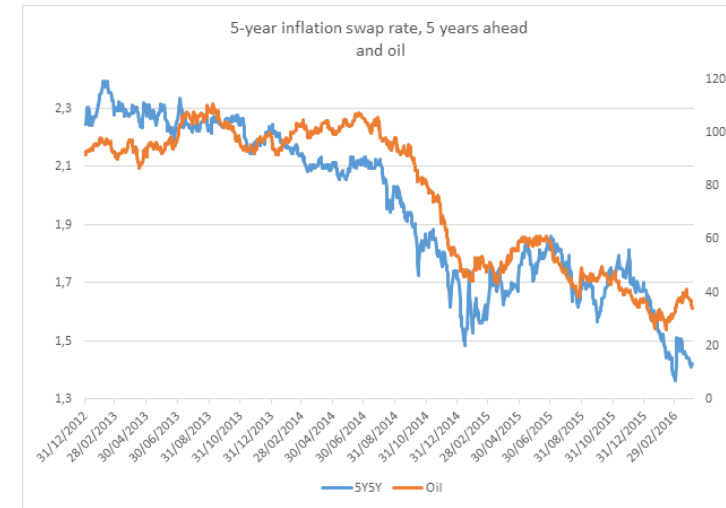
# De nouveaux instruments mobilisés par la BCE

## ► Et pourtant...

- ◆ *Anticipations d'inflation*
- ◆ *Faible dynamique de crédit*

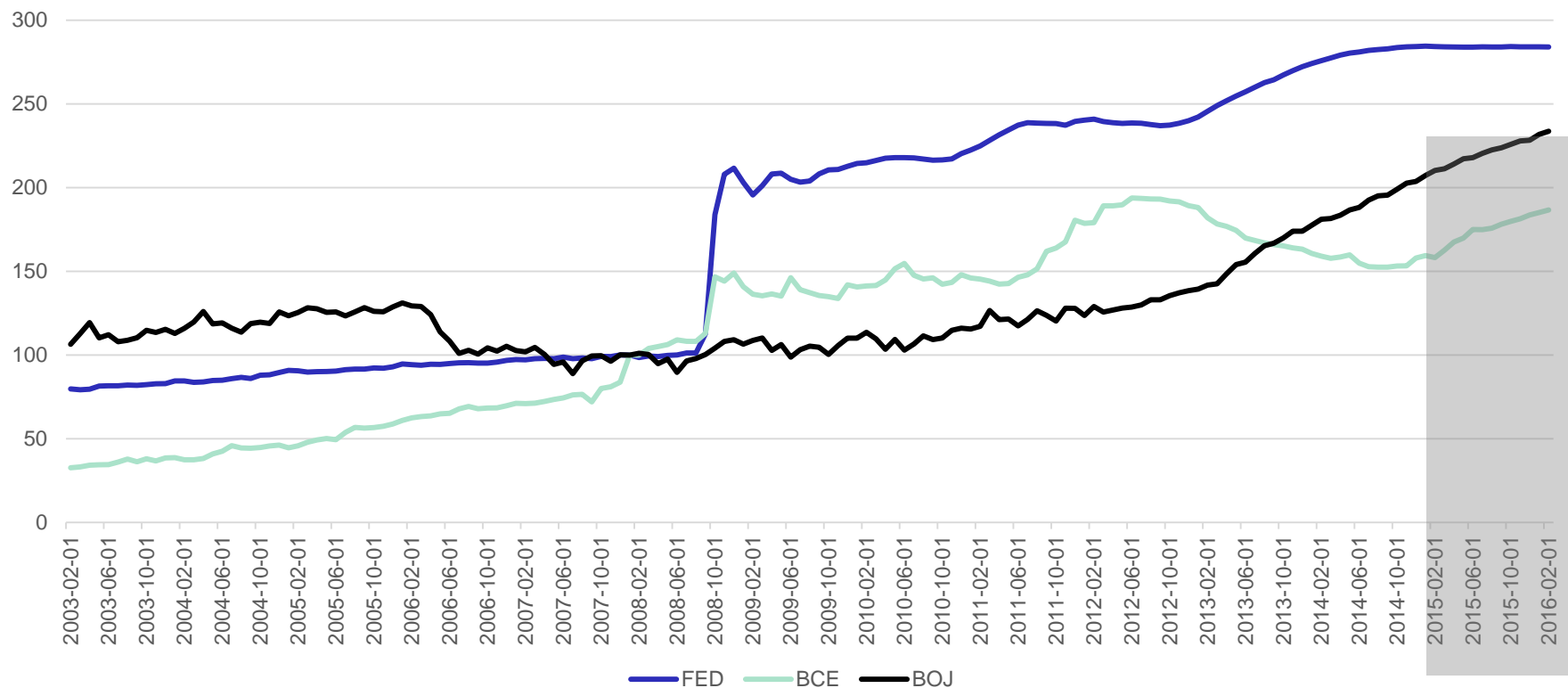
## ► D'autres instruments sont annoncés

- ◆ *Juin 2014 : TLTRO*
- ◆ *Sept 2014 : CBPP ABSPP*
- ◆ *Janv 2015 : PSPP*



# La BCE a lancé son QE plus tard que ses consœurs

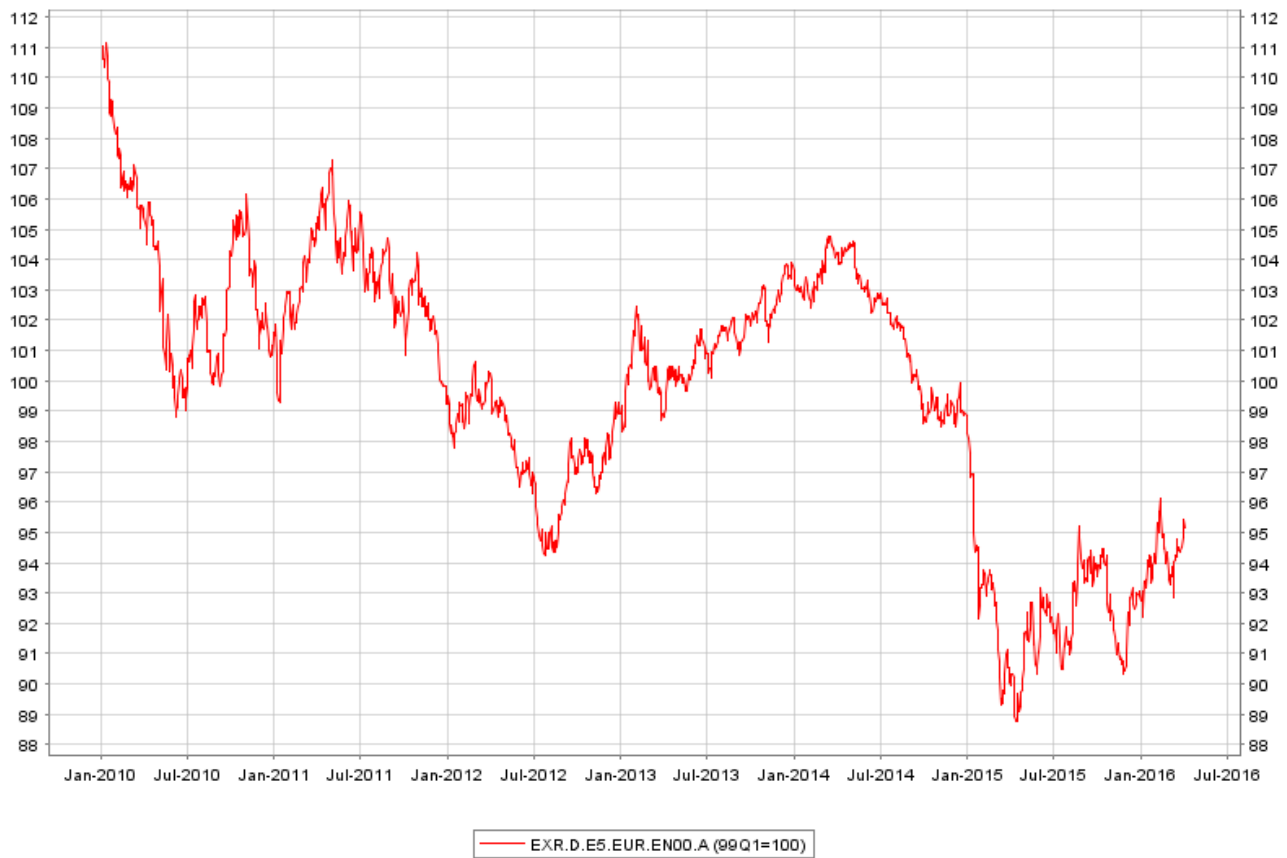
Augmentation du bilan des principales banques centrales (indice 100 = 01/2008)



Sources : Banques centrales

# L'anticipation du QE semble avoir joué sur le change

Taux de change effectif nominal (19 pays)

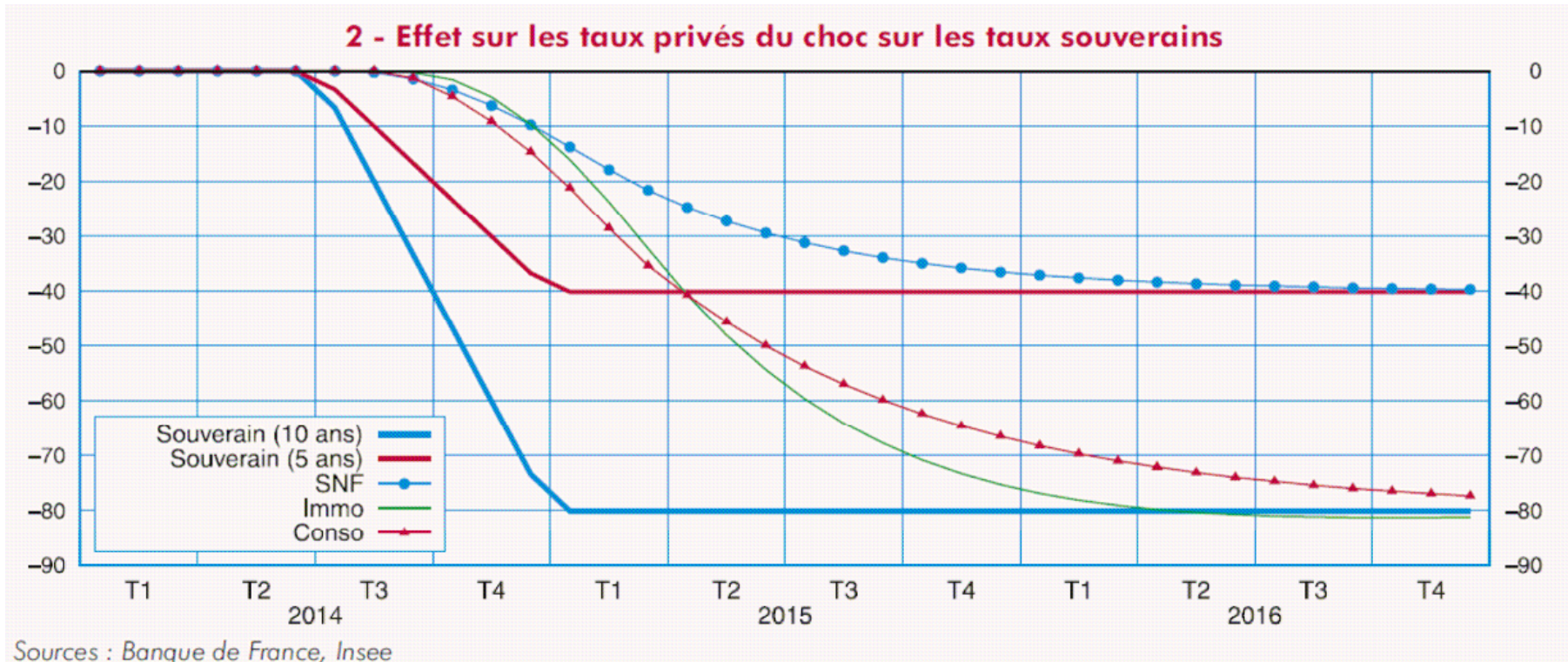


Source : BCE



# Le QE a fait baisser les taux d'intérêt

- ▶ Estimation des effets de la taille du bilan sur la pente simulée de la courbe des taux
- ▶ Effets obtenus sur les taux des crédits (via les taux souverains)





# La baisse des taux d'intérêt a favorisé les emprunteurs

- ▶ **Débat politique important sur l'effet des programmes d'achat**
  - ◆ *... contrefactuel délicat à construire...*
- ▶ **Gains et pertes dus au QE par secteur (Md€)**

	2014	2015	2016
<b>Ménages</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>
dont prêts immobiliers	0,0	1,0	2,9
dont prêts à la consommation	0,0	0,4	0,8
dont assurance-vie	-0,3	-1,7	-3,1
<b>SNF</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,6</b>
dont crédit de court terme	0,0	0,1	0,1
dont crédit de long terme	0,0	0,0	0,1
dont titres de créance de court terme	0,1	0,4	0,4
dont titres de créance de long terme	0,1	0,6	1,0
<b>APU</b>	<b>0,2</b>	<b>2,3</b>	<b>4,5</b>
dont titres de court terme	0,1	0,4	0,4
dont titres de long terme	0,1	1,6	3,5
dont crédit	0,0	0,3	0,6
<b>Reste du monde hors flux interbancaire</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,7</b>
dont créances sur APU	-0,1	-1,5	-3,0
dont créances sur SNF	-0,1	-0,8	-1,2
dont créances des résidents sur la zone euro	0,1	1,3	2,5

Note : sous l'hypothèse que les positions entre les institutions financières résidentes et non-résidentes sont équilibrées (c'est-à-dire que les pertes des institutions financières résidentes sur les créances des institutions financières de la zone euro sont exactement compensées par les gains sur leurs propres créances), le solde représente les gains et les pertes des institutions financières résidentes (banques commerciales, assureurs, Banque de France...)

Source : Insee

# Un impact conséquent sur la croissance de la zone euro

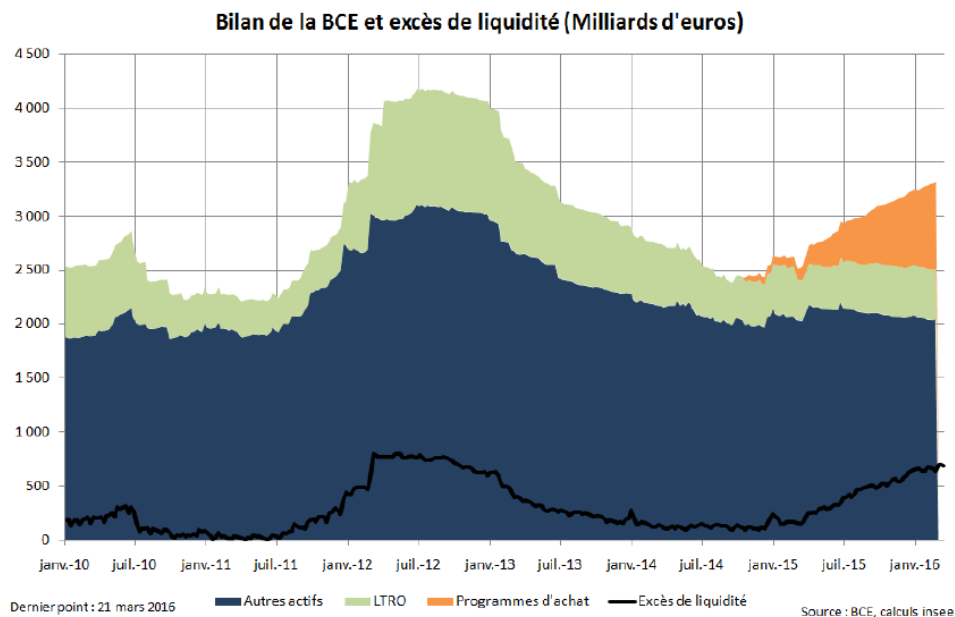
**Tableau 2 - Effet de la baisse des taux courts et longs sur le taux de croissance de l'activité**

	en points				
2015	France	Allemagne	Espagne	Italie	Zone euro
Produit intérieur brut	0,25	0,25	0,35	0,25	0,25
<i>effet direct domestique</i>	0,15	0,15	0,30	0,20	0,20
<i>effet indirect extérieur</i>	0,10	0,10	0,05	0,05	0,10

Note : arrondi à 0,05 point près. En raison des arrondis, un agrégat peut ne pas apparaître exactement égal au total des composantes.

Sources : NiGEM, calculs des auteurs

# Excédent de liquidité et prêts à l'économie

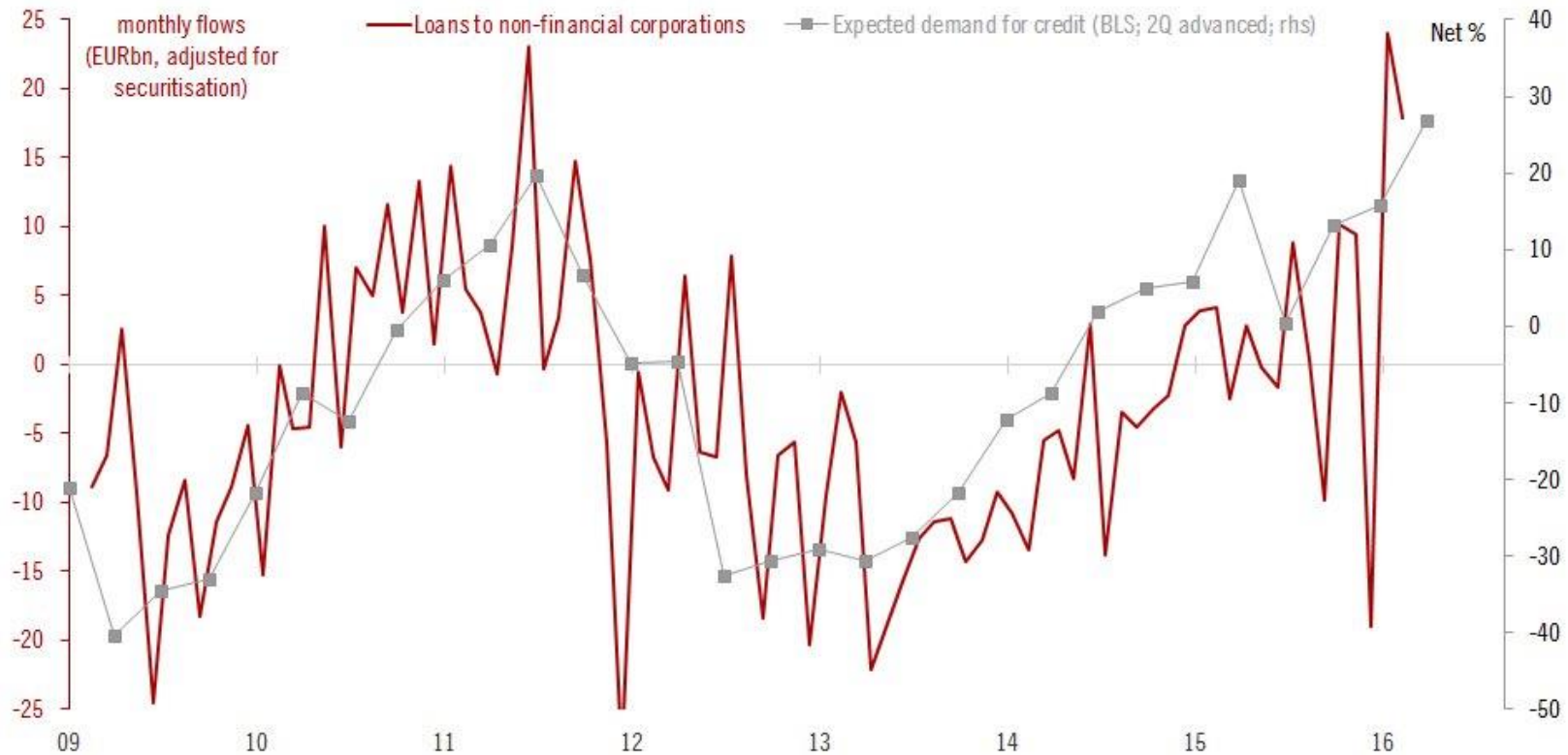


## ► La hausse de l'excédent de liquidité n'implique pas que les banques ne prêtent pas :

- ◆ la création de réserves par la BCE s'entend pour le système bancaire dans son ensemble
- ◆ le système interbancaire étant fermé, dans un monde d'excédents de liquidité, les prêts à l'économie n'affectent pas les réserves.

# Amélioration des prêts aux SNF

- Le crédit repart en zone euro, et le QE et les TLTRO ont favorisé cette reprise.



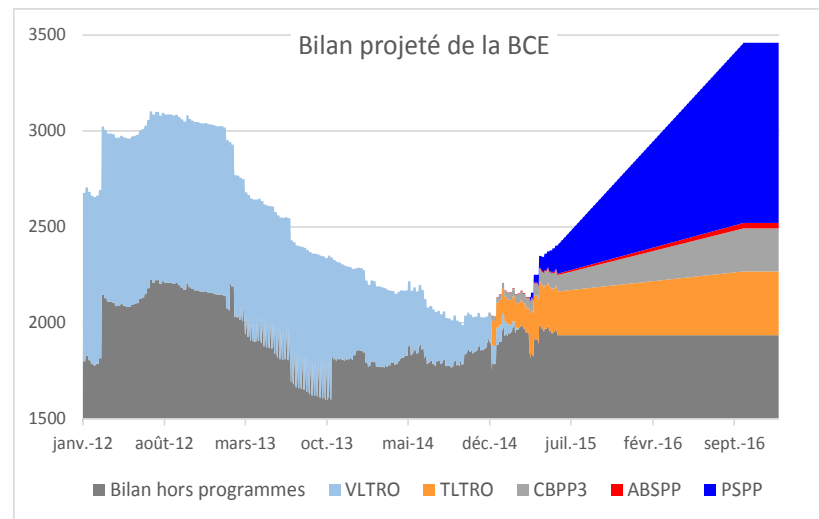
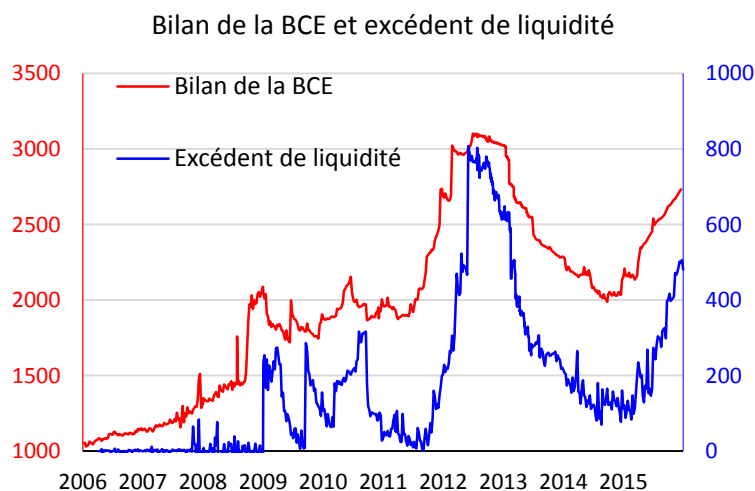
Source : Pictet, BCE

# Qu'y a-t-il derrière l'effet taille de bilan estimé ?

## ► Taille du bilan de la BCE :

- ◆ *les achats ne sont pas les seules causes de variation*
- ◆ *Quantitative vs credit easing : l'effet bilan est-il le même ?*

## ► Variations de la taille bilan sur la période d'estimation



# Des taux souverains aux taux des crédits nouveaux en France

## ► Choix des maturités sur les crédits nouveaux ?

- ◆ *SNF : 5 ans*
- ◆ *Immobilier : 10 ans*
- ◆ *Conso : 10 ans*

$$\Delta tx\_conso_t = 0,53 \underset{(4,3)}{-} 0,20 \underset{(-4,5)}{(tx\_conso_{t-1} - fr10ans)} - 0,27 \underset{(-3,2)}{\Delta tx\_conso_{t-1}} - 0,21 \underset{(-2,5)}{\Delta tx\_conso_{t-2}} + 0,19 \underset{(2,8)}{x1}_{t \geq \text{juin}2011}$$

$R^2=0,26$   $DW=2,1$   
en %

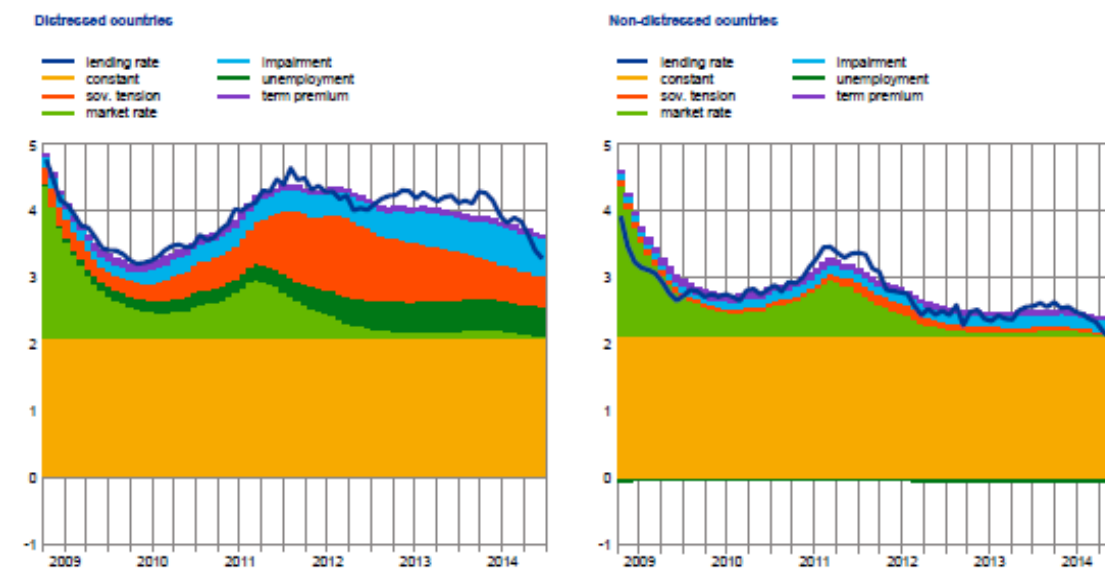


Sources : Banque de France, Insee

# Au-delà de la France, les déterminants des taux à l'économie

## ► Autres déterminants des taux aux SNF

Chart 29  
Historical decomposition of composite lending rates to NFCs



Sources: ECB (IBSI) and ECB calculations.

Note: Decomposition based on pooled regressions for MFIs in the euro area. The dependent variable in Charts 1 and 2 is the composite lending rate which includes rates on loans to NFCs with an initial rate fixation of up to 1 year, of over 1 and up to 5 years, of over 5 years; rates on overdrafts, revolving credit and credit lines are excluded. Two lags of the dependent variable, the 3-month OIS, the spread between domestic sovereign and the one on German sovereign bonds with a 10 year maturity, a proxy for the term premium, the unemployment rate demeaned by its pre-crisis average (the period between January 2005 and December 2007), and the bank-specific share of impaired loans in total loans are included as regressors. The estimation uses the Arellano-Bond GMM estimator, using between 2 and 4 lags of the dependent variable as instruments. Presented are the cross-sectional medians for rates on loans to NFC charged by MFIs located in distressed countries (left-hand scale) and in non-distressed countries (right-hand scale).

Source : BCE, Rapport sur l'intégration financière en Europe, Avril 2015



## Que retiens-je du second article ?

- ▶ **L'article analyse les effets de rééquilibrage des portefeuilles bancaires (hors crédits bancaires) provoqués par le QE**
  - ◆ **sujet très important, complémentaire au premier article**
  - ◆ **suivi dans le temps**
- ▶ **Donne de premiers éléments sur une question laissée de côté par l'article de l'INSEE : l'impact différencié entre périphérie et cœur de la zone euro**
- ▶ **Les effets sur les prix sont largement anticipés, mais l'effet concret sur les portefeuilles ne se fait pas sentir avant le début des achats**
- ▶ **Réaction aux achats de la BCE dominée par *net issuances* et investisseurs étrangers**

## Des détentions souveraines très hétérogènes par pays

Holder country	ICPF			Banks			Mutual funds		
France	490	35	65	235	23	57	87	11	28
Italy	209	56	90	250	26	96	81	30	84
Germany	82	31	14	321	25	60	185	17	32
The Netherlands	207	44	32	86	26	44	102	20	11
Spain	106	44	86	200	26	91	39	25	90
Belgium	112	55	64	73	34	58	13	15	33
Other	57	30	35	153	16	51	229	7	4
Total	1264	40	61	1317	24	69	735	12	29

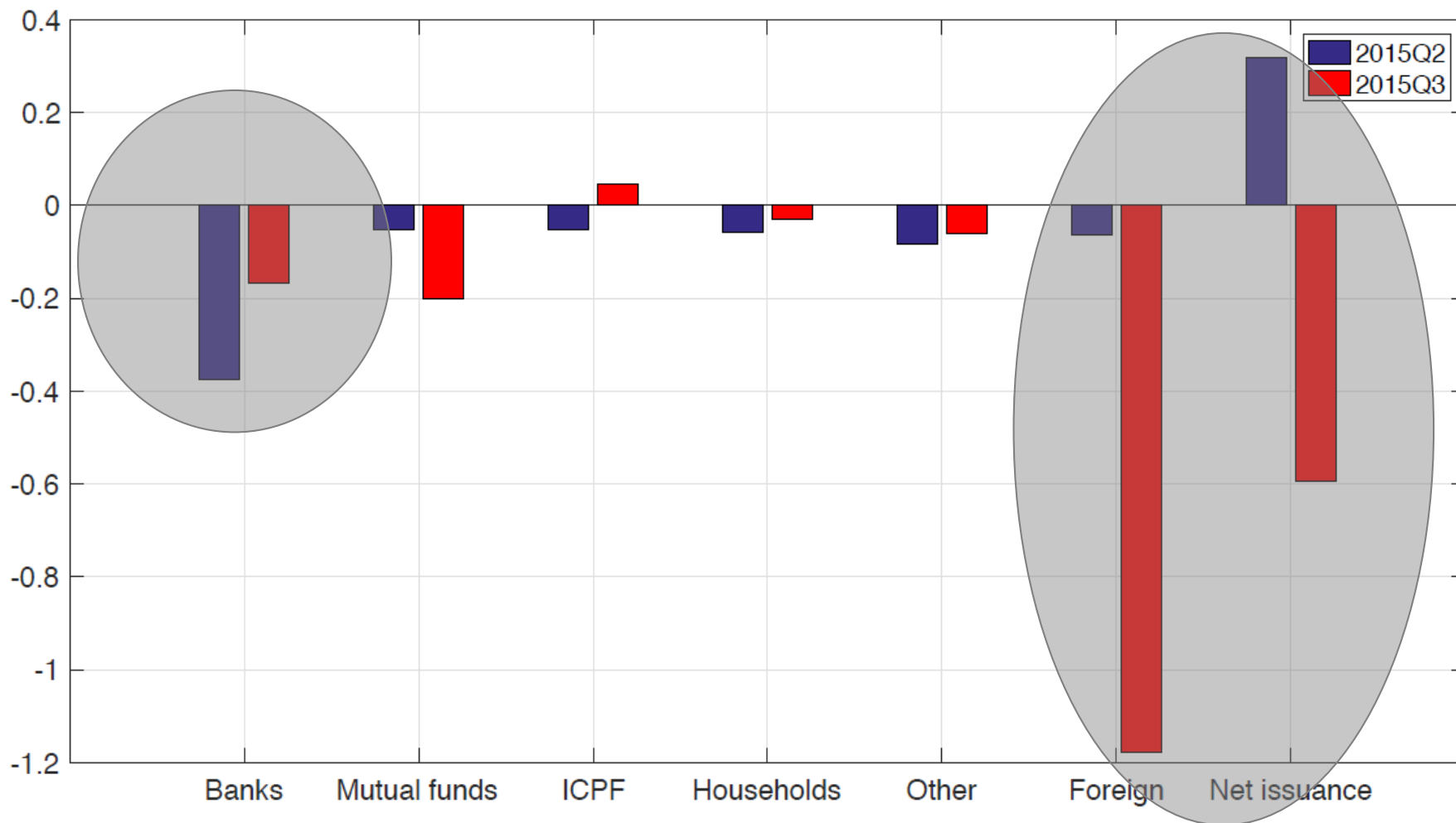
- Column 1: Euro investment in PSPP-eligible debt (in bn).
- Column 2: % of portfolio invested in PSPP-eligible debt.
- Column 3: % of PSPP-eligible debt invested in home country.

# Des risques très concentrés

Situation avant la mise en œuvre

Group	Sector	Duration	Sovereign	Credit	Foreign	Size
1	Banks	19	6	13	13	3117
1	MFs	9	7	13	47	4719
1	ICPF	14	4	12	9	2275
1	HH	1	0	4	2	806
1	Other	1	0	2	2	1110
1	Total	44	17	44	73	12027
2	Banks	19	24	22	6	2439
2	MFs	2	6	3	16	1457
2	ICPF	5	11	5	2	887
2	HH	3	5	7	2	977
2	Other	1	4	1	1	545
2	Total	30	50	38	27	6305
	Foreign	25	28	18	–	–
	ECB	1	3	0	0	136

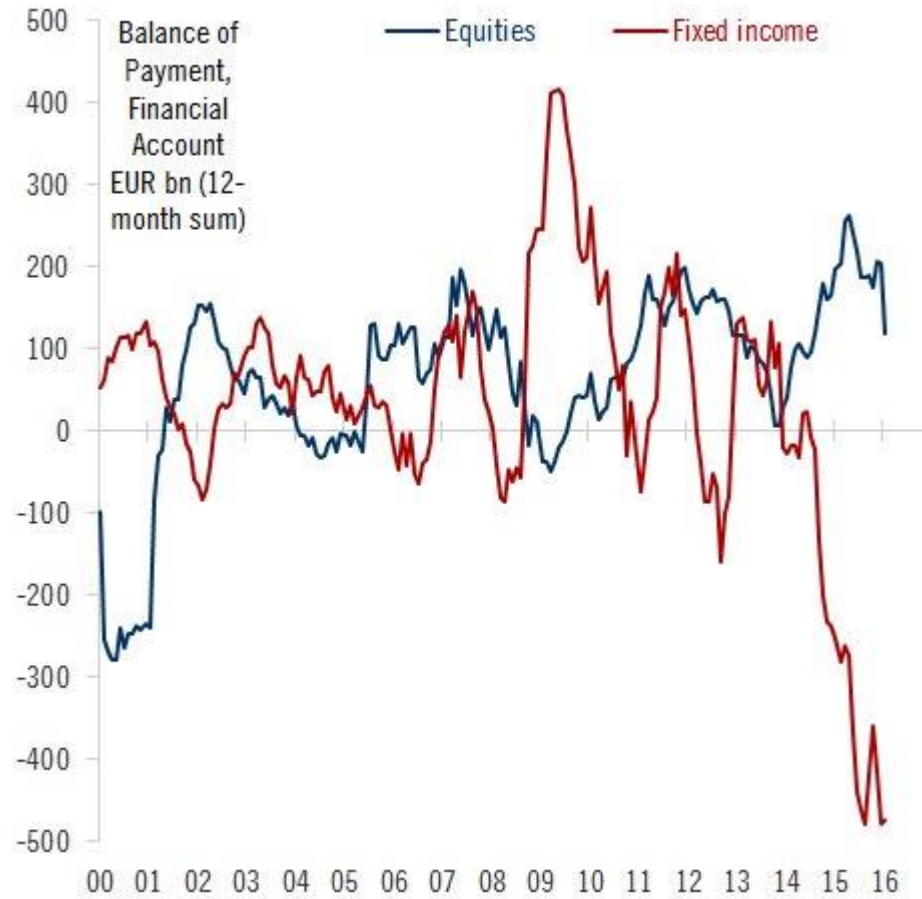
# Qui rééquilibre son portefeuille souverain face au QE ?



► Robustesse des effets ?

► Net issuance / Foreign ?

# Rôle du Reste du monde



# Le QE a permis aux banques des pays périphériques de se décharger d'une partie des risques qu'ils portaient

Group	Sector	Duration risk			Sovereign risk			Credit risk		
		Pre	Q2	Q3	Pre	Q2	Q3	Pre	Q2	Q3
1	Banks	19	18	17	6	6	6	13	14	14
1	MFs	9	10	10	7	8	8	13	15	15
1	ICPF	14	14	15	4	5	5	12	14	15
1	HH	1	1	1	0	0	0	4	4	4
1	Other	1	1	1	0	1	0	2	2	2
2	Banks	19	18	17	24	22	21	22	17	18
2	MFs	2	2	2	6	6	6	3	4	4
2	ICPF	5	5	6	11	11	12	5	5	6
2	HH	3	2	2	5	4	4	7	7	5
2	Other	1	1	1	4	4	4	1	1	1
	Foreign	25	24	24	28	27	27	18	17	17
	ECB	1	2	4	3	5	6	0	1	2

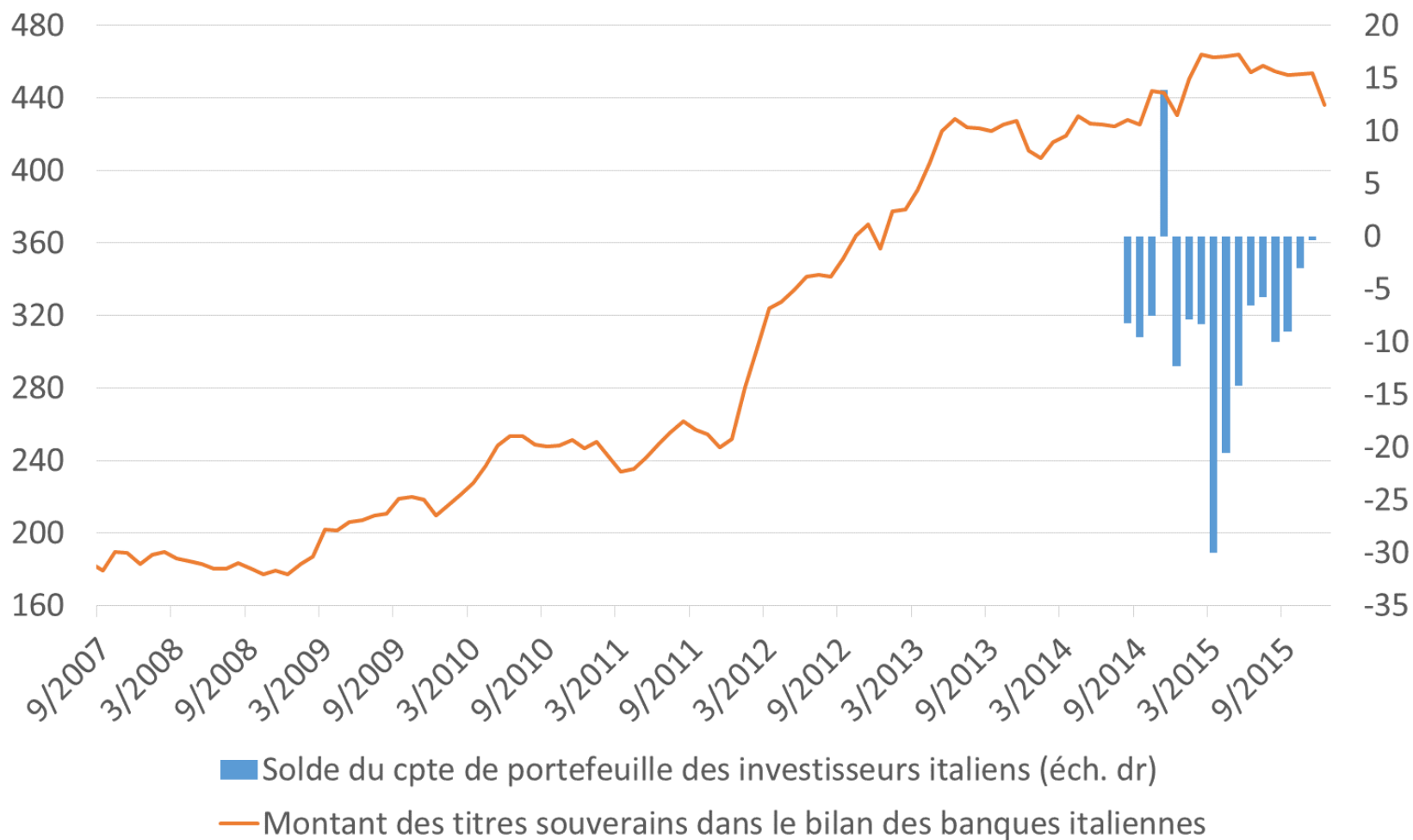
Fragmentation

Risk taking

Rebalancing

# Le cas italien

5 - Italie : détentions de titres souverains (Mds d'euros)





# Question : impact sur les soldes Target2

