

Audition du Gouverneur - 4 novembre 2009.
La politique monétaire de la zone euro

La réaction de politique monétaire face à la crise a été forte et rapide:

- La chute de l'inflation a permis à la BCE de ramener son taux directeur de 4,25% en septembre 2008 à 1% en mai 2009. Depuis mai 2009, ce taux directeur est resté à 1% ce qui constitue son plus bas niveau depuis la création de la BCE.
- Outre l'abaissement des taux d'intérêt, l'Eurosystème a mis en œuvre des mesures non conventionnelles : élargissement du collatéral, achat d'obligations sécurisées, injection de liquidité à plus longue maturité et allocation totale et à taux fixe des appels d'offres.
- Toutes ces mesures ont eu pour conséquence une amélioration des conditions de financement de l'économie. (l'EONIA fluctue autour de 0.35 % depuis juillet 2009, les taux d'intérêt à court terme des crédits aux Sociétés Non Financières¹ en zone euro sont passés de 6.3 % en août 2008 à 3.4 % en août 2009²).

L'orientation actuelle de la politique monétaire est appropriée

- L'économie de la zone euro se stabilise et devrait se redresser progressivement même si l'incertitude demeure forte.
 - La zone euro devrait profiter d'une reprise des exportations, des vastes plans de relance macroéconomique et des mesures visant le bon fonctionnement du système financier.
 - La reprise pourrait cependant être affectée à moyen terme par le processus de correction en cours des bilans. Par ailleurs, on peut redouter une interaction négative plus forte et plus longue que prévue entre l'économie réelle et le secteur financier, de nouvelles hausses des cours des matières premières, l'intensification des pressions protectionnistes et la possibilité d'une correction brutale des déséquilibres mondiaux.
- Les anticipations d'inflation sont ancrées à un niveau compatible avec le mandat de stabilité des prix à moyen terme dans un contexte de faibles tensions inflationnistes.
 - L'évolution de l'IPCH a été légèrement négative ces derniers mois (le glissement annuel de l'indice des prix était de -0,3 % en septembre) en raison des effets de base résultant des variations des cours mondiaux des matières premières observées un an auparavant.
 - Pour ces mêmes raisons et parce que l'évolution des prix et des coûts demeure dans l'ensemble tempérée par l'atonie persistante de la demande au sein de la zone euro et ailleurs, l'inflation devrait devenir légèrement positive dans les prochains mois.
 - Dans ce contexte, il est important de noter que les anticipations d'inflation à moyen et long termes demeurent solidement ancrées à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs, mais proches de 2 % à moyen terme.
- Enfin, l'analyse monétaire confirme l'hypothèse de faibles tensions inflationnistes à moyen terme, l'expansion de la monnaie et du crédit continuant de se modérer.

Les stratégies de sortie

- Lorsque l'environnement macroéconomique s'améliorera, le Conseil des gouverneurs veillera à ce que les mesures prises soient inversées en temps opportun et la liquidité fournie absorbée, afin de contrer efficacement toute menace pesant sur la stabilité des prix à moyen et long termes.
- La sortie des mesures non conventionnelles sera d'autant plus facile que les mesures mises en œuvre ont été clairement conçues pour que cela soit aisé : elles dépendent en particulier de la

¹ Crédits aux SNF pour une maturité inférieure à 1 an et d'un montant inférieur à 1M€

² Pour la France le changement est de 6.1 % à 2.8 % sur la même période.

demande des contreparties en liquidité centrale dont on peut s'attendre à ce qu'elle diminue spontanément lorsque la situation de ces dernières s'améliorera et que l'incertitude sera levée. C'est d'ailleurs ce que l'on commence à observer avec le retour à un fonctionnement plus normal du marché monétaire.

- Cela dit, le Conseil des gouverneurs ne s'est pas engagé sur sa politique monétaire future, ce qui signifie qu'il peut, le cas échéant, modifier son orientation si les conditions l'exigent³.

³ Q&A de la déclaration introductive du mois de septembre 2009.