

Brainstroming at Club du CEPII



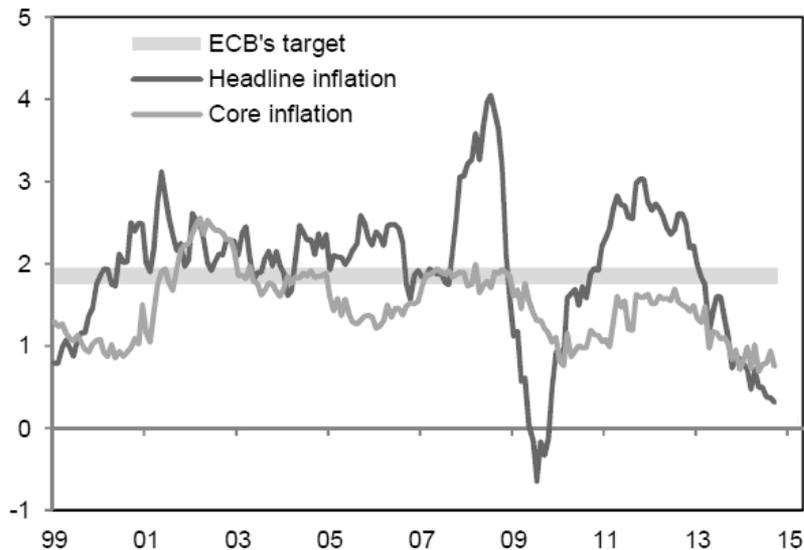
The ECB, Greece and the Euro area “Make it or break it?”

21 January 2015

natacha.valla@cepii.fr

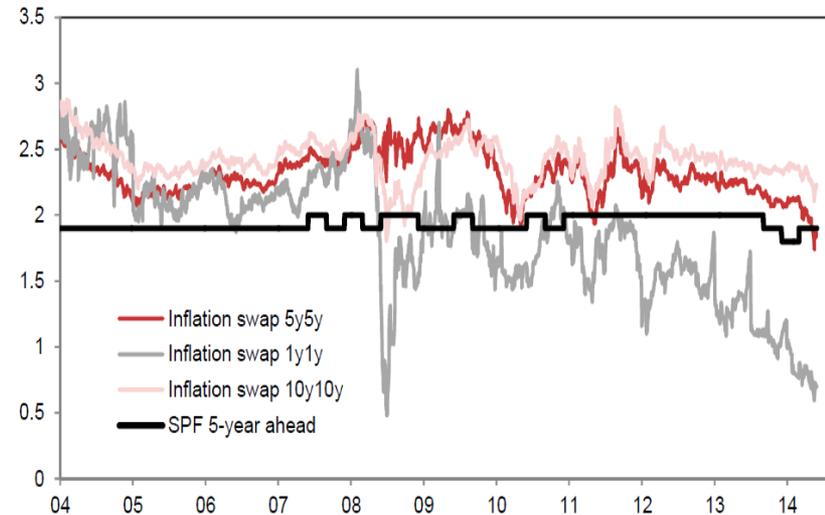
L'ancrage des anticipations d'inflation, critère majeur pour la BCE

Zone euro : inflation (IPCH et sous-jacente, % annuel)



Source: Eurostat, Bloomberg.

Zone euro : anticipations d'inflation (taux SWAPs de marché, IPCH annuel)



Source: Eurostat, Bloomberg.

- Effet prix du pétrole / inflation sous-jacente
- Compter sur la dépréciation de l'euro?
- Objectif d'inflation vs restaurer la transmission: un trade-off?

BCE – La communication comme outil de politique monétaire

- Draghi et la politique du fait accompli : communication pour que le QE soit « priced in » (Jackson Hole, « whatever it takes », discours)
- A « done deal », really? Faire la part des choses:
 - Achats d'obligations souveraines (vs)
 - Expansion de bilan
- Le « downside » des achats souverains
- Le risque à court-terme est donc biaisé vers le bas (risque de déception le 22/1/15) – difficile de générer une « surprise positive »!

Questions

Quel degré de détail la BCE doit-elle donner *ex ante* ?

Doit-elle privilégier les achats souverains ou la taille-cible du bilan?

Pour mémoire: taille des marchés souverains dans la zone euro

European sovereigns ECB could buy in a QE programme				
Country	Total sovereign nominal market size (€bn)	Outstanding 2-10y bonds (€bn)	ECB paid-in capital (€bn)	ECB capital key (%)
Germany	1,089	646	1.95	25.7%
France	1,186	738	1.53	20.3%
Italy	1,202	768	1.33	17.6%
Spain	669	418	0.96	12.6%
Netherlands	341	223	0.43	5.7%
Belgium	306	186	0.27	3.5%
Austria	189	132	0.21	2.8%
Portugal	93	73	0.19	2.5%
Ireland	91	76	0.13	1.7%
Finland	79	53	0.14	1.8%

Source: RBS Credit Strategy, RBS Rates Strategy, ECB, Bloomberg

BCE – Les pros and cons des achats souverains

- Financement monétaire des dettes publiques ?
 - Efficacité limitée (courbes de rendements déjà plates)
 - « ligne rouge » politique
 - Se méfier des garanties d'Etat
- Risque de distorsion des prix d'actifs
- Ambiguïté du « porteur de risque en dernier ressort »
 - Contexte du risque de défaut / renégociation très concrets (Syriza)
 - Incertitude « incertaine » sur le risque obligataire

Questions

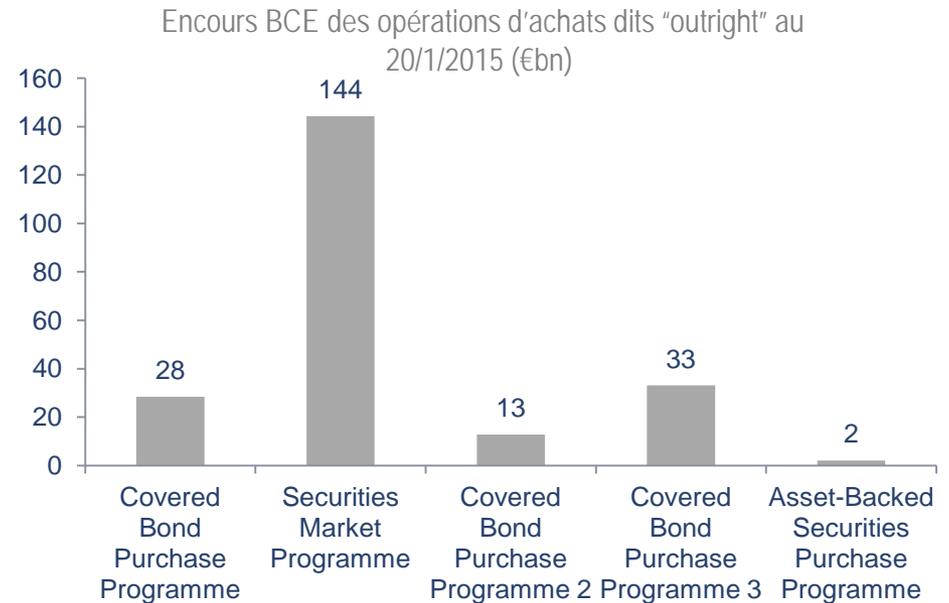
Quel partage des risques dans l'Eurosystème (BCE? BCNs?)

Quelle séniorité pour la BCE / les BCNs?

Qui vendra du Bund et des OAT à la BCE?

BCE – les différentes facettes du « quantitatif » (OMOs, achats « outright »)

- Succès quantitatif (très) limité
- Prendre en compte l'interaction des différents outils
- Incertitude sur leur efficacité → incertitude sur le degré de QE nécessaire
- Autres actifs possibles: equity, agences européennes (BEI, MES, etc)



Source: BCE.

Questions

Quelle stratégie ex ante pour la composition des éléments de politique non conventionnelle?

La BCE doit-elle acheter de l'equity?

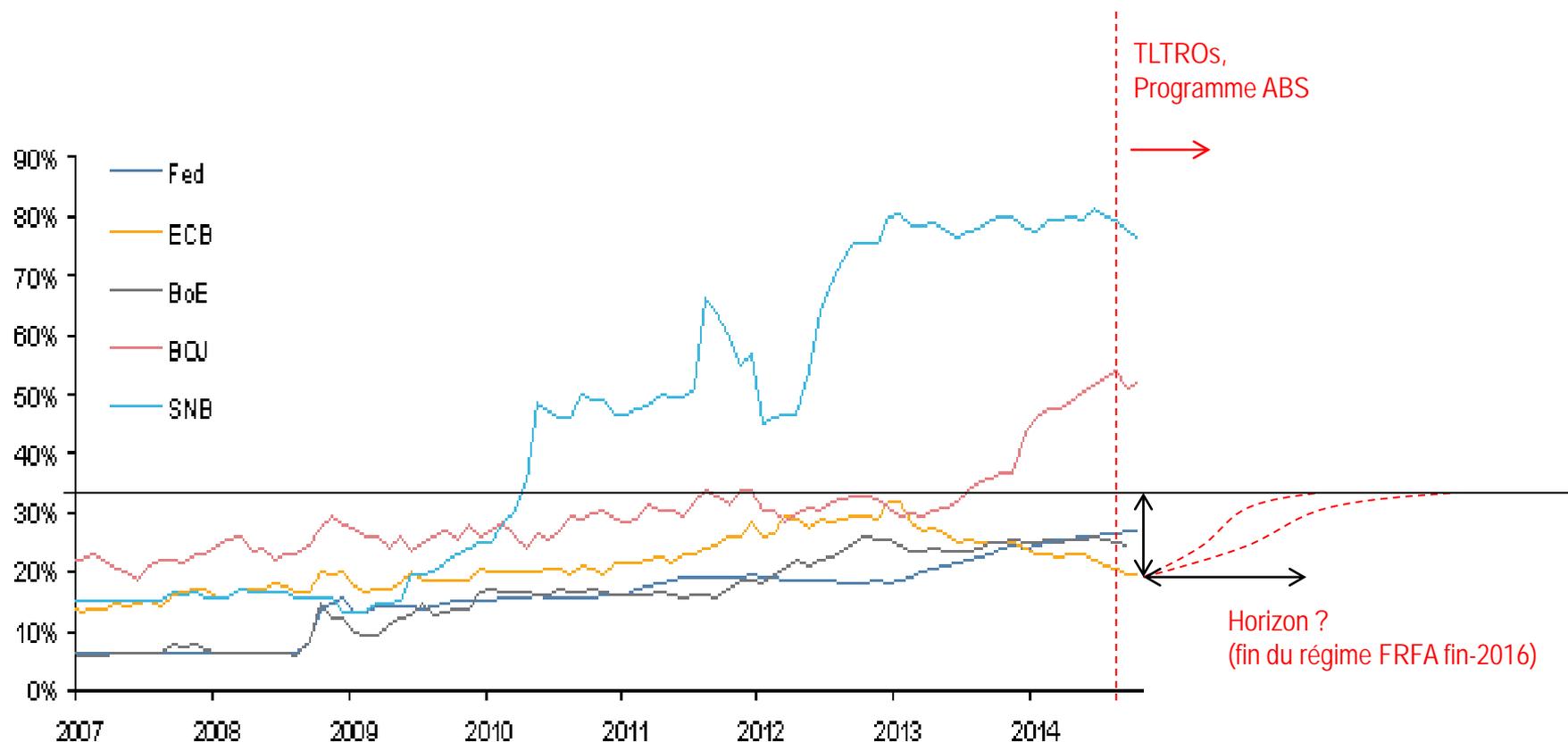
Pour mémoire: actifs que la BCE pourrait acheter

Euro assets the ECB could buy (€bn)					
Sovereigns	Core AAA*	Core non-AAA	Periphery		Total
Near zero & negative yield	1,721	144	160		2,024
Positive yield (>10bp)	1,577	271	3,131		4,979
Total AAA	3,299				7,003
Agencies and development banks	<2	2-5y	5-10y	10y+	Total
ESM	39	15	10	-	64
EFSF	11	80	85	18	195
EIB	48	48	74	43	212
EU	8	15	16	18	57
KFW	26	106	41	45	217
CADES	11	33	47	7	98
ICO	15	28	4	0	47
CDP	2	3	4	0	10
					899
Corporates	AAA	AA	A	BBB	Total
Financials	2	166	487	260	915
Non-financials	6	94	361	503	964
of which non-Euro area					289
					1,879
Total available for purchase					9,781
Total triple-A sovereigns, non-financial corporates and agencies					3,791
Total excluding financials, national development banks and near-zero yield sovereigns					6,180

Source: RBS Credit Strategy, Bloomberg, BoAML
 *Triple-A rated countries include Austria, Finland, France (rated as AAA by DBRS), Germany, Luxembourg and Netherlands.

BCE - Quantification et timing du QE

Taille du bilan des principales banques centrales
(% du PIB)



Source: Banques centrales. Gap BCE 03/2012 – 11/2014: €970mds.

Le contexte politique européen et monétaire international

- Prendre en compte le contexte monétaire international: le nouveau chaos des banques centrales...
 - La divergence BCE-Fed
 - La surprise suisse
 - Le Danemark
 - La Turquie (-50bps le 20/1/15)
- De la politique monétaire au contexte politique de la zone euro
 - Comment transformer le « market impact » en « macro impact »: politique budgétaire et réformes structurelles
 - Elections en Grèce (25/1/2015) : Syriza en tête des sondages pour rester dans la zone euro mais avec un « debt relief »

Questions

Quel policy mix idéal dans la zone euro?

Risques et conséquences d'un Grexit?