



PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

RENCONTRES DES PROFESSIONNELS
DES MARCHÉS DE LA DETTE ET DU CHANGE

7 FÉVRIER 2023

OLIVIER GARNIER

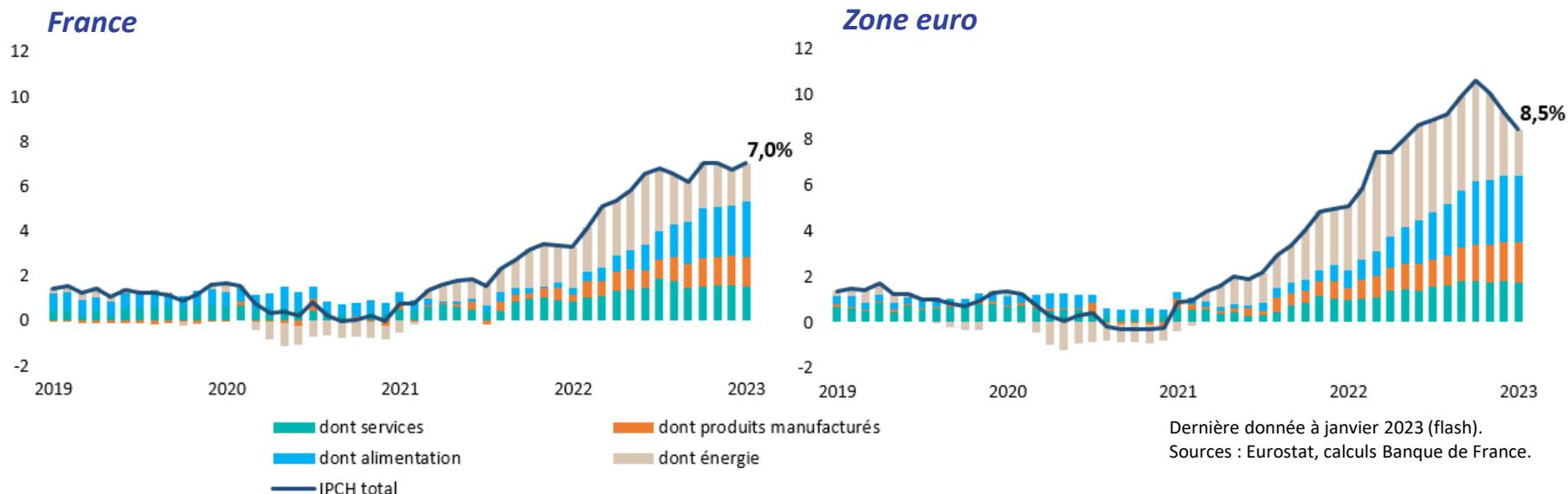
DIRECTEUR GÉNÉRAL



L'INFLATION EN ZONE EURO EST PRINCIPALEMENT D'ORIGINE IMPORTÉE MAIS ELLE EST DEVENUE PLUS LARGE ET PLUS INTERNE

Inflation (indice harmonisé IPCH)

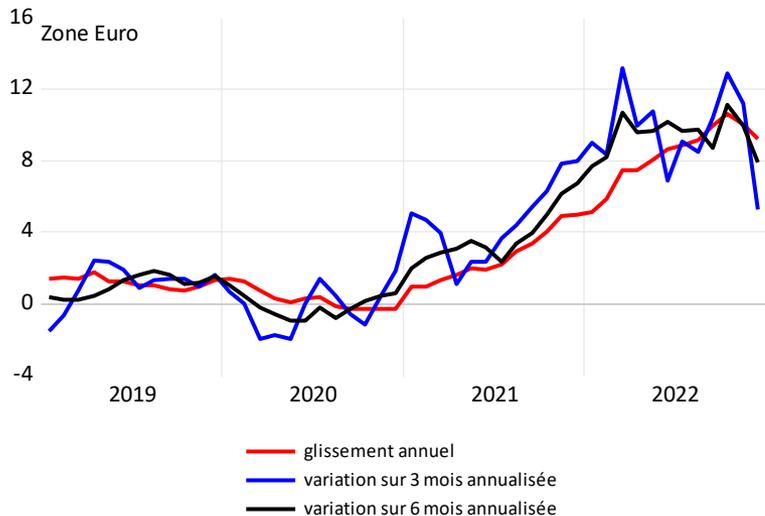
Série mensuelle, taux de croissance en glissement annuel (%)



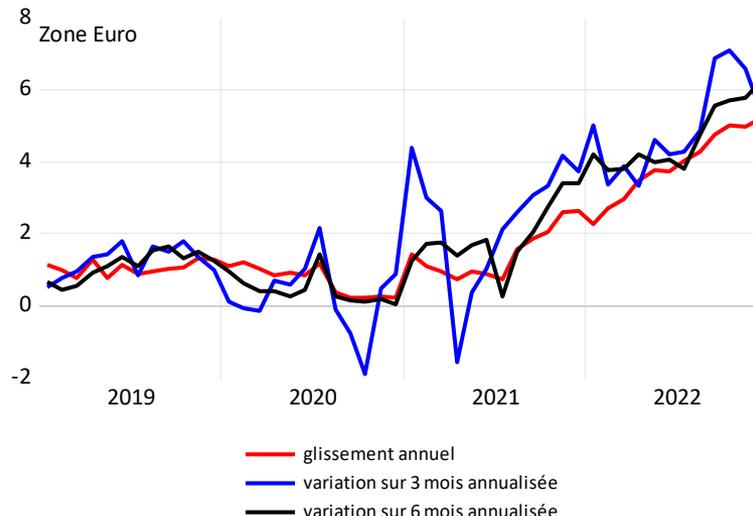
Inflation hors énergie et alimentation en janvier 2023 (IPCH) : **4,2%** en France et **5,2%** en zone euro

EN ZONE EURO, CONTRAIREMENT AUX US, PAS ENCORE DE SIGNE DE RETOURNEMENT DE L'INFLATION SOUS-JACENTE

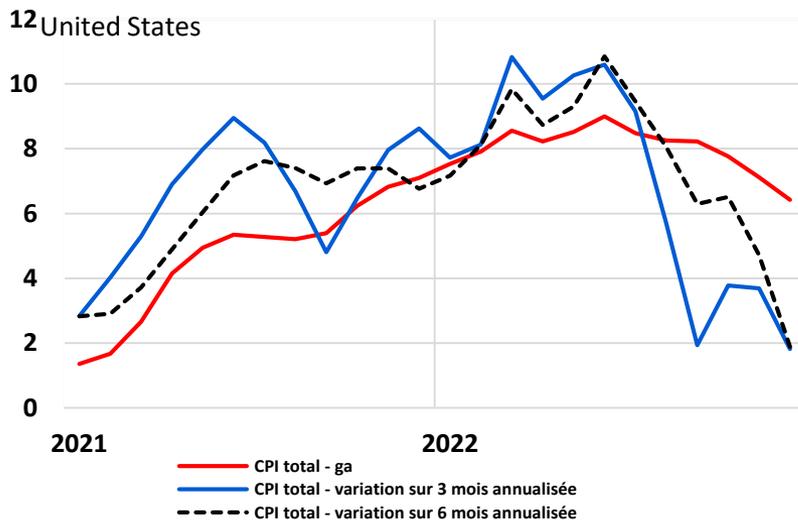
IPCH Total



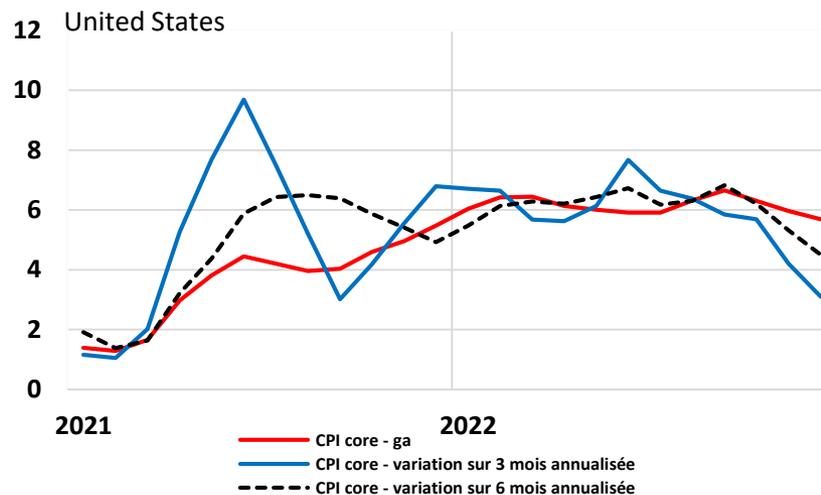
IPCH Core (hors alim. et énergie)

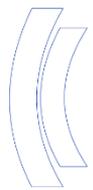


CPI Total



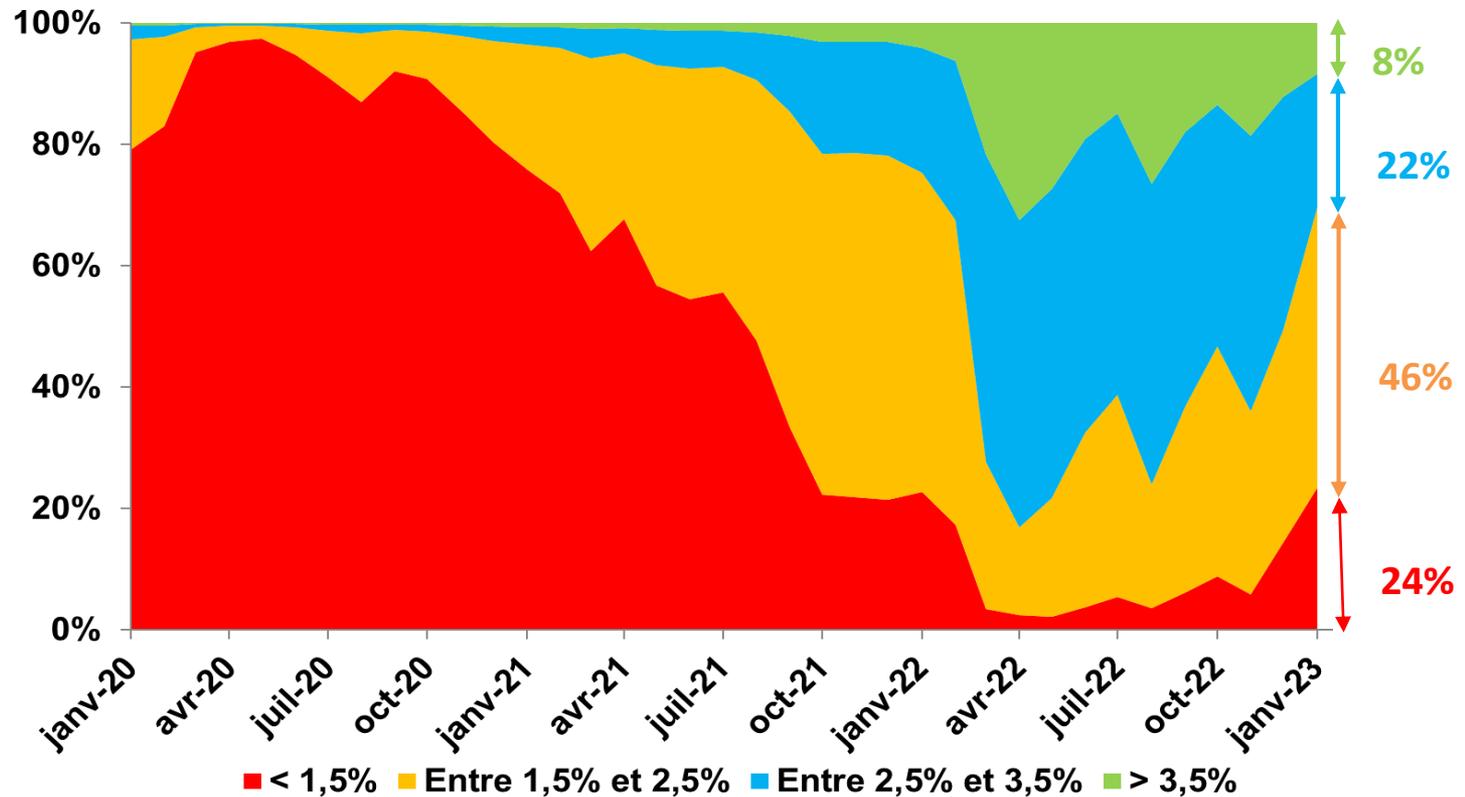
CPI Core





LES ANTICIPATIONS D'INFLATION DES MARCHÉS ONT COMMENCÉ À SE RETOURNER

Options sur inflation à 5 ans en Z€ : distribution de la probabilité risque neutre



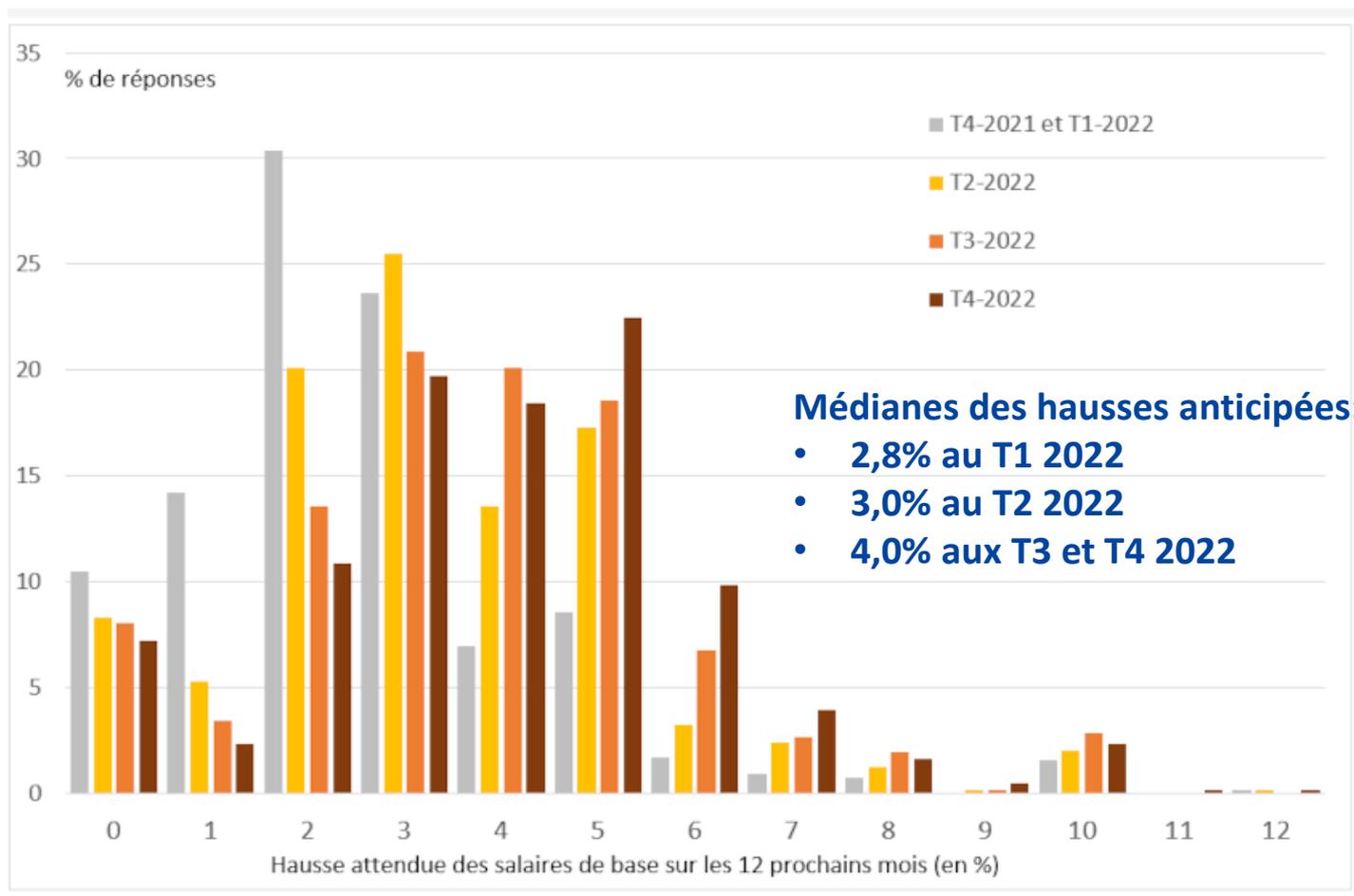
*Les options de janvier 2023 couvrent une période qui débute de novembre 2022 à octobre 2027.

Source : Bloomberg, calculs DGSO/DMPM/SAM

Dernier point : janvier 2023 (données jusqu'au 16 janvier)

L'ACCÉLÉRATION DES SALAIRES NOMINAUX SE POURSUIT, MÊME SI PAS DE VÉRITABLE SPIRALE PRIX-SALAIRES

Hausse anticipée des salaires de base sur les 12 prochains mois



Source: Banque de France – Enquête trimestrielle auprès des entreprises sur leurs anticipations d'inflation



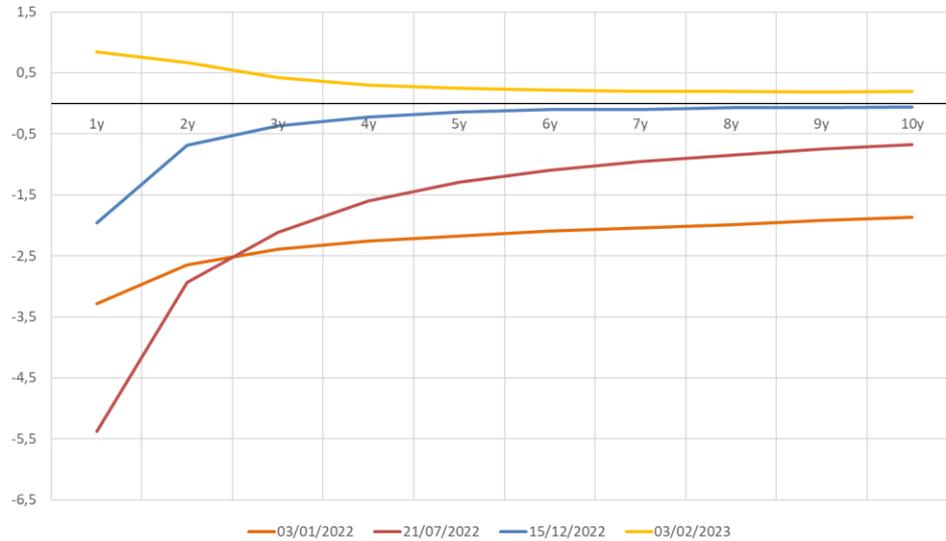
LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE EST ENTRÉE DANS UNE NOUVELLE PHASE

- Phase 1 (2022) : normalisation monétaire
 - Arrêt des achats nets au titre du PEPP et de l'APP au 1^{er} semestre 2022
 - Sortie des taux négatifs et hausses des taux directeurs de 250pb entre juillet et décembre 2022, ramenant le taux DFR à 2%, soit au voisinage du taux « neutre »
 - Abandon de la *forward guidance*
 - Normalisation de la rémunération des TLTRO-3
- Phase 2 (2023) : stabilisation monétaire
 - Poursuite des hausses de taux et maintien à des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer le retour de l'inflation vers 2% à moyen terme
 - Réduction du bilan via les remboursements des TLTRO-3 et réduction du portefeuille APP (-15Mds/mois à partir de mars)

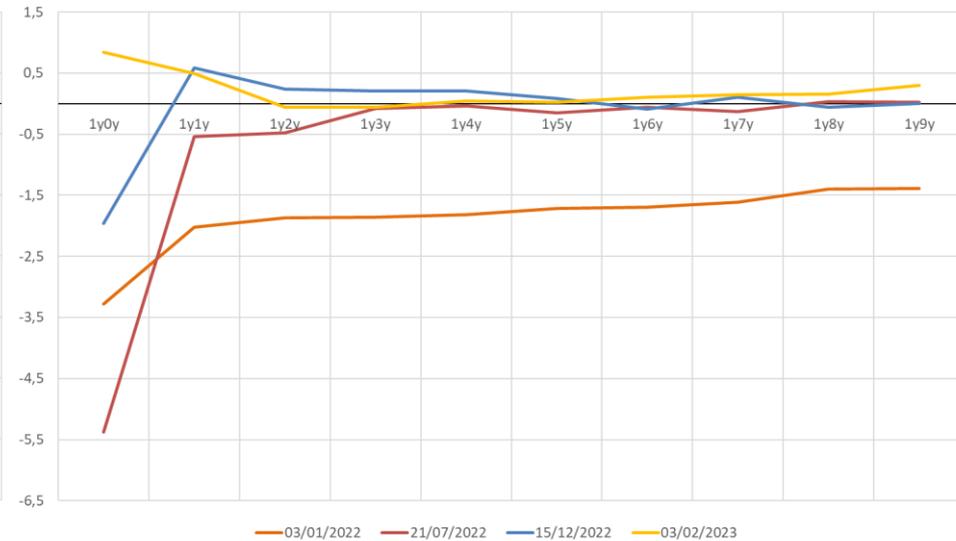


LE RESSERREMENT MONÉTAIRE S'EST TRADUIT PAR UNE NETTE AUGMENTATION DES TAUX D'INTÉRÊT RÉELS SUR TOUTE LA COURBE...

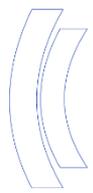
EA OIS Real Yield Curve
($R_{t,t+1}, R_{t,t+2}, \dots, R_{t,t+10}$)



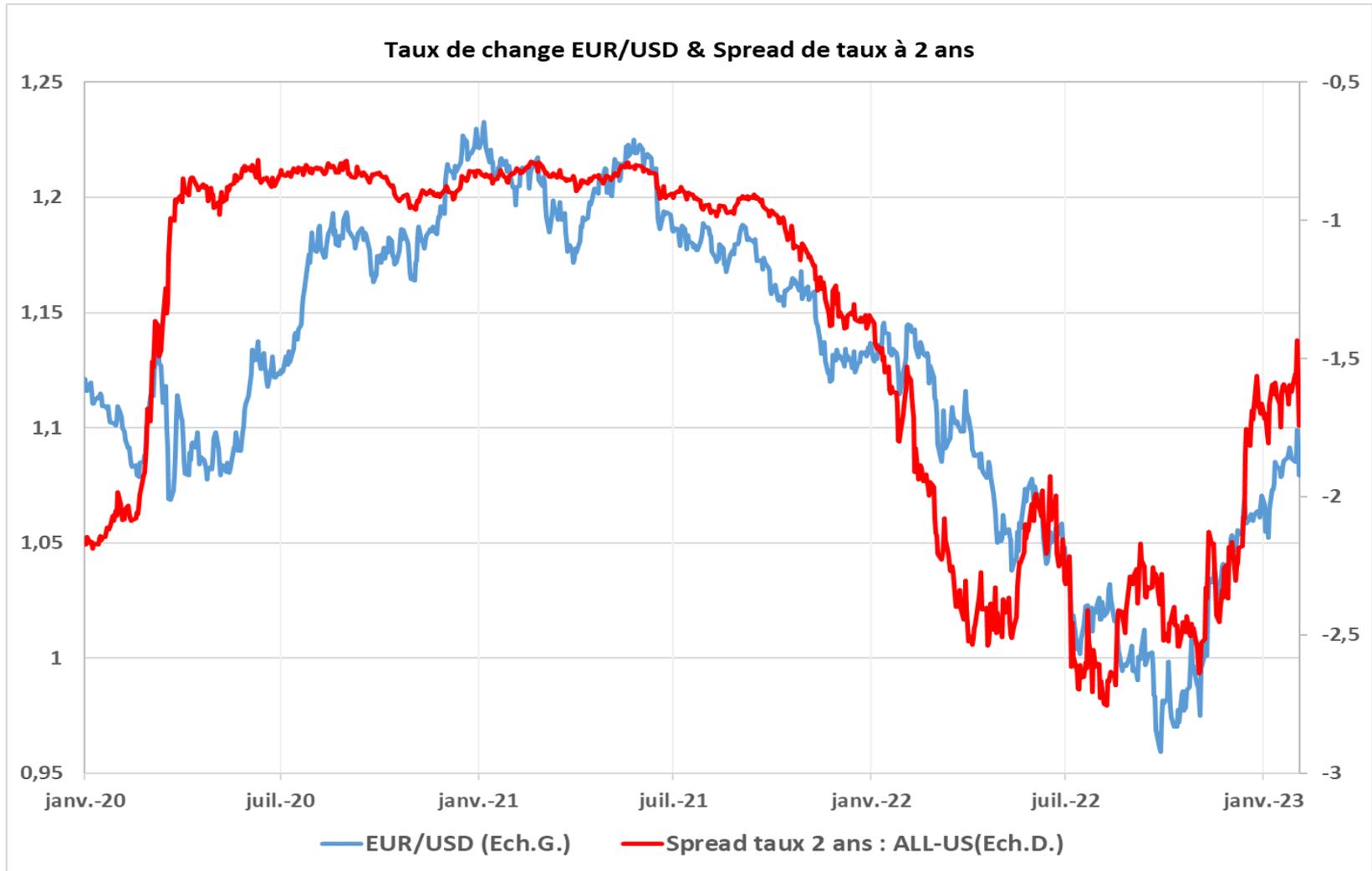
EA OIS Real Forward rates
($r_{t,t+1}, r_{t+1,t+2}, \dots, r_{t+9,t+10}$)



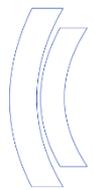
Source: Bloomberg, Banque de France calculations



... ET PAR UN RAFFERMISSEMENT DU TAUX DE CHANGE DE L'EURO

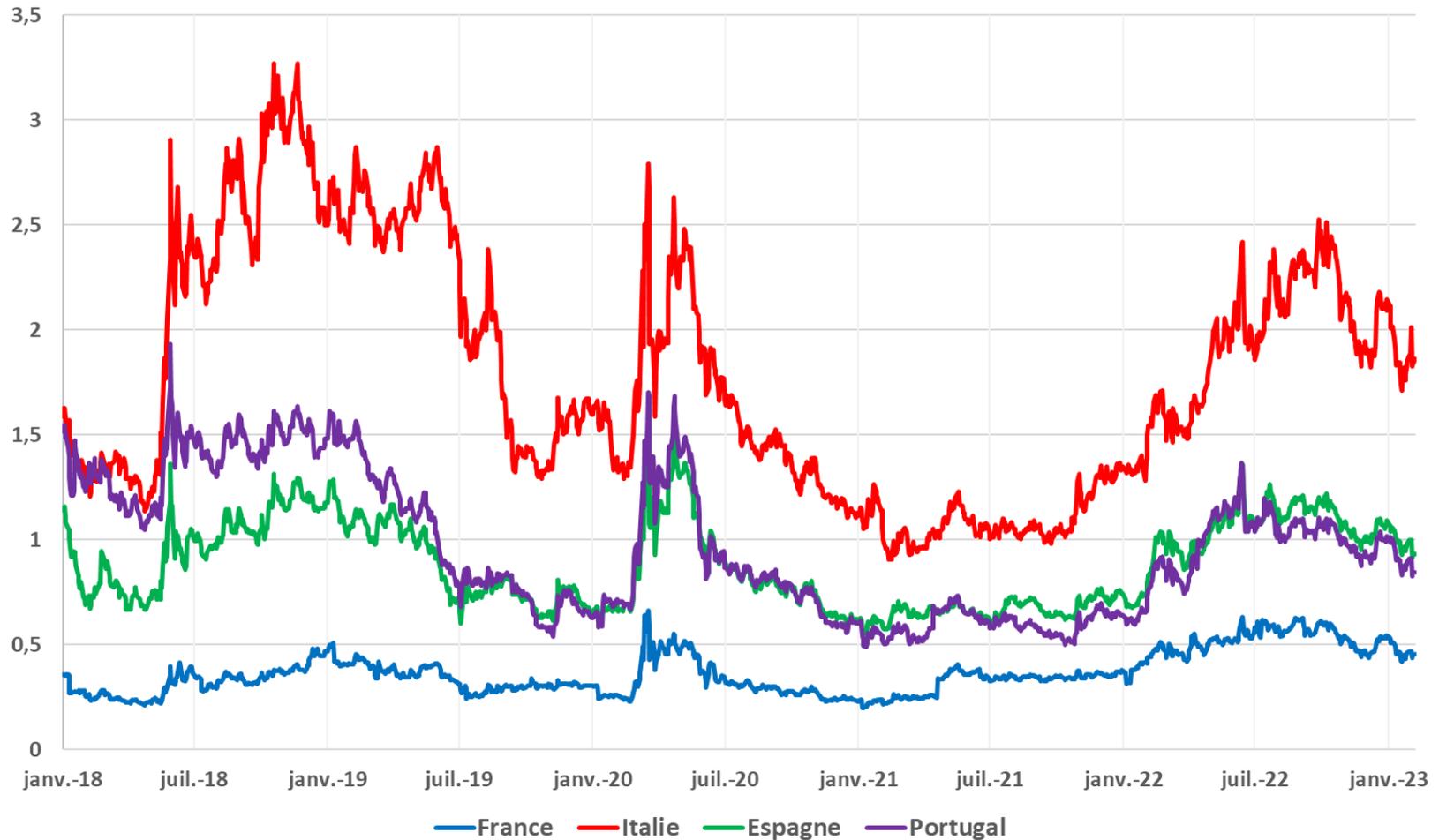


Source: Bloomberg



LE RESSERREMENT MONÉTAIRE SE FAIT SANS FRAGMENTATION EXCESSIVE AU SEIN DE LA ZONE EURO

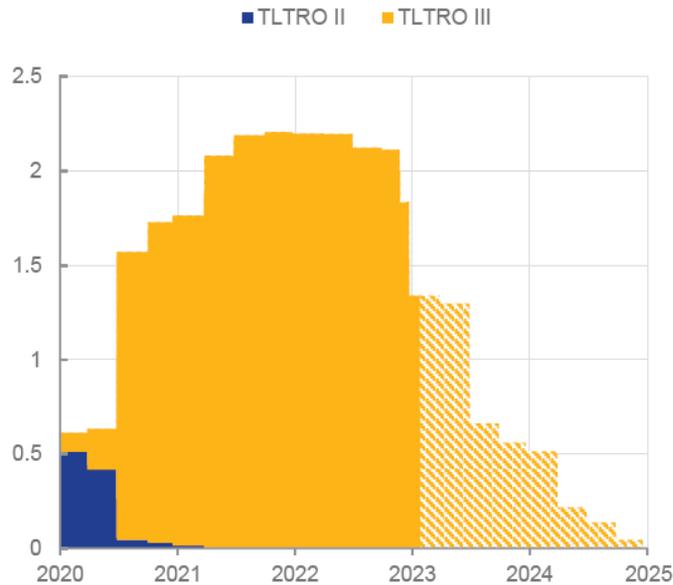
Ecarts de taux d'intérêt à 10 ans contre Allemagne



Source: Bloomberg

UNE RÉDUCTION PROGRESSIVE ET PROGRAMMÉE DU BILAN, LE TAUX D'INTÉRÊT RESTANT L'INSTRUMENT PRINCIPAL

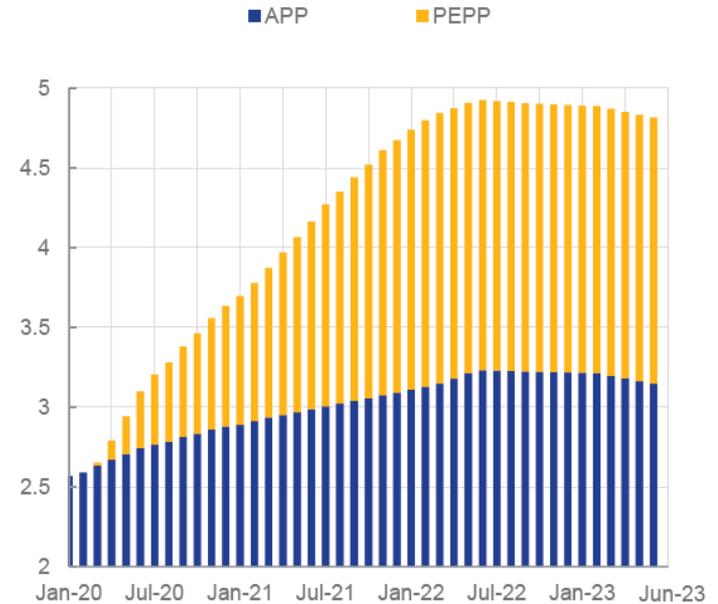
Targeted longer-term refinancing operations (EUR trillion)



Source: ECB.

Notes: Blue and yellow areas show outstanding amounts under the targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) in book amortised values. The solid yellow area depicts a full repayment of all operations on the earliest possible date (25 January 2023). The shaded yellow area shows the evolution of TLTROs if all funds are held until maturity. The latest observation is for 3 January 2023.

APP and PEPP portfolio holdings (EUR trillion)



Source: ECB.

Notes: Blue and yellow bars show holdings under the asset purchase programme (APP) and pandemic emergency purchase programme (PEPP) in book amortised values. The latest observation is for December 2022.