



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

18 août 2016

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne

qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main

le mercredi 20 et le jeudi 21 juillet 2016

Mario Draghi

Président de la Banque centrale européenne

Traduction : Banque de France

1. Examen des évolutions financières, économiques et monétaires et des options possibles

Évolutions sur les marchés financiers

En l'absence de M. Cœuré, le vice-président a procédé à l'examen des dernières évolutions intervenues sur les marchés financiers.

L'événement le plus important depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 1^{er} et 2 juin 2016 a été le résultat du référendum organisé le 23 juin par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'Union européenne. Bien que ce résultat ait entraîné une baisse significative des rendements des emprunts publics, les conséquences ont jusqu'à présent été moins marquées, dans l'ensemble, que ne l'avaient anticipé de nombreux intervenants.

Sur le marché des changes, l'activité a connu un pic pour les transactions GBP/USD au moment du référendum au Royaume-Uni, mais les tensions ont été contenues et il n'y a eu aucun signe de fluctuations désordonnées des prix. Le résultat du référendum s'est immédiatement reflété dans la valorisation des devises, se traduisant par une forte baisse du taux de change effectif de la livre sterling. L'euro s'est déprécié dans un premier temps par rapport au dollar, mais a globalement bien résisté, et s'échangeait à peu près au même niveau que début juin, en termes effectifs nominaux. Le yen japonais s'est apprécié, tandis que la tendance à la dépréciation du renminbi chinois par rapport au dollar, qui avait été observée au cours des trois mois précédents, s'est accélérée à la suite du référendum au Royaume-Uni. Sur le marché des *swaps* de change, les *swaps* EUR/USD n'ont été affectés que de façon temporaire, comme le montre la contraction éphémère des volumes d'activité.

S'agissant des marchés boursiers, les indices boursiers larges ont d'abord baissé le 24 juin 2016, mais la plupart se sont rapidement redressés, à l'exception des indices relatifs aux entreprises du Royaume-Uni et aux banques européennes.

Sur le marché obligataire, les rendements des emprunts publics américains, japonais et allemands ont atteint des points bas historiques après le référendum, mais se sont légèrement redressés dans les jours précédant la présente réunion, en raison d'une amélioration du sentiment à l'égard du risque. Le fléchissement observé des rendements des emprunts publics les mieux notés est essentiellement lié aux importants mouvements de report vers les valeurs refuge, mais également aux anticipations de baisse de la croissance et de mise en œuvre de mesures de politique monétaire expansionniste par la suite, suscitées par le résultat du référendum au Royaume-Uni.

Les marchés monétaires ont continué de fonctionner sans heurt, en dépit de la plus forte incertitude provoquée par le référendum au Royaume-Uni. Les tensions de fin de semestre sont également restées relativement contenues, grâce au contexte d'excédent de liquidité élevé.

En ce qui concerne la mise en œuvre des mesures de politique monétaire de l'Eurosystème, l'effet de liquidité net de la première opération de la nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées

(TLTRO II) s'est élevé à 38 milliards d'euros, les banques ayant largement remplacé le financement des TLTRO I par celui, plus attractif, des TLTRO II. On peut s'attendre à une demande supplémentaire lors des prochaines opérations TLTRO II ; en effet, les contreparties pourraient en profiter pour diversifier le profil des échéances de leur participation aux TLTRO et recourir à l'une des opérations ultérieures pour obtenir un financement supplémentaire.

La mise en œuvre du programme d'achats d'actifs s'est déroulée dans de bonnes conditions, malgré les rapports de marché faisant état d'une raréfaction sur certains compartiments du marché. Les premiers achats effectués en juin 2016 dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) se sont bien déroulés.

Enfin, les anticipations relatives à la politique monétaire ont été largement révisées à la suite du référendum au Royaume-Uni. Les révisions les plus importantes ont concerné le Royaume-Uni. Aux États-Unis, la date anticipée par les marchés pour une hausse des taux a été repoussée dans un premier temps, après le référendum au Royaume-Uni, mais elle a été un peu avancée depuis.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

M. Praet a procédé à l'examen de l'environnement international et des évolutions économiques et monétaires récentes dans la zone euro.

La croissance et l'inflation mondiales sont demeurées faibles. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale est resté stable en juin, à 51,1, la hausse de la production manufacturière étant compensée par un ralentissement de la croissance des services. Cependant, si l'on observe les évolutions trimestrielles, l'indice relatif au deuxième trimestre 2016 (51,3) est légèrement inférieur à celui du premier trimestre (51,6). Dans le même temps, l'indice des directeurs d'achat pour les économies de marché émergentes indique une nouvelle stabilisation de l'activité, tandis que celui pour les économies avancées demeure inférieur au niveau observé vers la fin 2015. L'édition d'avril 2016 actualisée en juillet des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI fait état de légères révisions à la baisse des perspectives de croissance mondiale, la principale révision concernant les perspectives de croissance du Royaume-Uni.

La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE est demeurée inchangée par rapport à avril, ressortant à 0,8 % en mai, tandis que l'inflation hors produits alimentaires et énergie est passée de 1,8 % à 1,9 %. Le 19 juillet 2016, les prix du *Brent* se sont établis à 47 dollars le baril, soit une baisse de 4 % environ par rapport à début juin, tandis que les prix des matières premières non pétrolières ont augmenté de 3 %. Au cours de la même période, le taux de change effectif nominal de l'euro vis-à-vis des devises des 38 principaux partenaires commerciaux est demeuré globalement stable.

En ce qui concerne la zone euro, la dynamique de fond de la croissance est restée modérée et généralisée au premier trimestre 2016. Le PIB en volume a progressé de 0,6 % en rythme trimestriel au premier trimestre, sous l'effet essentiellement de la consommation privée et de l'investissement. La production industrielle hors construction a diminué de 1,2 % en glissement mensuel en mai, son niveau moyen en avril et en mai étant

inférieur de 0,2 % à celui du premier trimestre. D'après les indicateurs tirés d'enquêtes, l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) de la Commission européenne a fléchi en juin, après les fortes hausses observées en mai et en avril. L'indice composite des directeurs d'achat relatif à la production est ressorti à 53,1 en juin, sans changement par rapport à mai, enregistrant au deuxième trimestre 2016 une moyenne trimestrielle légèrement inférieure à celle du premier trimestre. La confiance des consommateurs s'est un peu détériorée en juillet par rapport à juin, mais elle continue cependant de faire état d'une forte dynamique de la consommation.

Les marchés du travail de la zone euro envoient des signes encourageants. Au premier trimestre 2016, l'emploi a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel, avec une croissance positive dans l'ensemble des principaux secteurs et dans les grands pays de la zone euro. Les mesures des anticipations d'emploi tirées d'enquêtes se sont également améliorées. En outre, le taux de chômage a encore fléchi, revenant de 10,2 % en avril à 10,1 % en mai, son plus bas niveau depuis août 2011, poursuivant ainsi la tendance baissière observée depuis mi-2013. Le chômage des jeunes a également reculé depuis 2014 et, même s'il est encore très élevé (autour de 20 % dans la zone euro), il a rapidement diminué dans les pays tout particulièrement touchés par la crise. Reflétant la plus forte croissance de l'emploi, la progression des revenus nominaux du travail s'est encore accentuée au premier trimestre 2016, ressortant à 2,9 % en rythme annuel.

L'investissement a également continué de se renforcer au premier trimestre 2016 dans les secteurs de la construction et hors construction, notamment celui des machines et équipements. Le récent redressement du secteur de la construction s'explique essentiellement par l'amélioration observée sur les marchés de l'immobilier résidentiel, elle-même liée à la plus forte demande de logements. Cette dernière a été favorisée par l'amélioration de la situation sur le marché du travail et par les conditions de prêt favorables, ainsi que par des incitations fiscales dans certains pays de la zone euro.

En ce qui concerne les facteurs extérieurs, la croissance annuelle des exportations totales de biens s'est ralentie, revenant à 2,9 % au premier trimestre 2016 après 3,3 % au quatrième trimestre 2015, tandis que les exportations totales de services ont augmenté de 3,8 % en rythme annuel, au premier trimestre 2016, contre 7,2 % au quatrième trimestre 2015. En outre, tandis que la hausse mensuelle des exportations a affiché un certain dynamisme en avril 2016, elle s'est à nouveau affaiblie en mai et la croissance annuelle moyenne des exportations de biens hors zone euro est ressortie à - 0,2 % en avril et en mai.

Dans l'édition actualisée de juillet des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI, les perspectives de croissance du PIB en volume de la zone euro pour 2017 ont été révisées à la baisse, de 0,2 point de pourcentage à 1,4 %, tandis que pour 2016, elles ont été revues légèrement à la hausse, de 0,1 point de pourcentage à 1,6 %. Par comparaison, les projections macroéconomiques de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème étaient de 1,6 % pour 2016 et de 1,7 % pour 2017. L'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le troisième trimestre 2016, publiée le 22 juillet, a également fait état de révisions à la baisse de la croissance du PIB en volume de la zone euro, à la suite du vote du Royaume-Uni en faveur de sa sortie de l'Union européenne, de 0,2 point de pourcentage en 2017 (1,4 %) et de 0,1 point de pourcentage en 2018 (1,6 %). Après le résultat du référendum au Royaume-Uni, la Commission européenne prévoyait un léger ralentissement de la croissance du PIB en volume de la zone

euro, à 1,5 %-1,6 % en 2016 et à 1,3 %-1,5 % en 2017, contre 1,6 % et 1,8 %, respectivement, dans ses prévisions de printemps.

S'agissant de l'évolution des prix dans la zone euro, la hausse de l'IPCH global a légèrement augmenté en juin, ressortant à 0,1 % contre - 0,1 % en mai, reflétant essentiellement l'accentuation de la hausse des prix de l'énergie et des services. L'inflation sous-jacente, mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, est passée de 0,8 % en mai à 0,9 % en juin, fluctuant ainsi autour de 1 %, comme c'est le cas depuis juillet 2015, et ne donnant pas d'indication nette d'une tendance à la hausse. Au cours des prochains mois, la hausse de l'IPCH global devrait demeurer très faible, avant de commencer à se redresser plus tard dans l'année, surtout en raison d'effets de base haussiers concernant le rythme annuel de variation des prix de l'énergie.

Différentes prévisions d'inflation provenant du secteur privé et d'organisations internationales sont ressorties entre 0,2 % et 0,3 % pour 2016, entre 1,1 % et 1,4 % pour 2017, et entre 1,2 % et 1,7 % pour 2018, les projections de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème s'établissant à, respectivement, 0,2 %, 1,3 % et 1,6 %. Selon les prévisions actualisées qui ont été publiées après le vote du Royaume-Uni en faveur de sa sortie de l'Union européenne, l'effet sur les perspectives d'inflation dans la zone euro ne serait que limité.

En ce qui concerne les anticipations d'inflation à long terme, les mesures tirées d'enquêtes sont restées stables depuis le début de l'année, selon l'EPP pour le troisième trimestre 2016, les anticipations à l'horizon de cinq ans s'établissant toujours à 1,8 %. En revanche, les mesures fondées sur les marchés ont diminué au cours de la période précédant le référendum organisé par le Royaume-Uni et ont poursuivi leur baisse par la suite, en dépit d'un léger rebond récemment, le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans dans la zone euro ressortant à 1,36 %, contre 1,48 % au moment de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Les taux des *swaps* indexés sur l'inflation ont également fléchi sur l'ensemble des autres échéances, sous l'effet notamment de facteurs techniques. En outre, il semble que les intervenants de marché ont continué de prévoir avec une certaine certitude que l'inflation serait faible à moyen terme, la probabilité implicite qu'elle demeure comprise entre seulement 0 % et 1,5 % ayant de nouveau augmenté depuis le référendum organisé par le Royaume-Uni.

S'agissant des conditions financières et monétaires, elles sont restées globalement inchangées depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 1^{er} et 2 juin. La courbe des rendements anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le bas sur l'ensemble des horizons, et la courbe des rendements dans la zone euro s'est encore aplatie. La moyenne, pondérée du PIB, des rendements des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a fortement diminué, revenant de 1,1 % en janvier 2016 à 0,6 % environ le 19 juillet. Les fortes baisses des cours des actions initialement observées après le vote du Royaume-Uni en faveur de sa sortie de l'Union européenne se sont inversées. Les conditions de financement ont été favorables dans l'ensemble, les flux de financement au profit des sociétés non financières (SNF) s'inscrivant en hausse.

Pour les banques de la zone euro, le vote du Royaume-Uni en faveur de sa sortie de l'Union européenne est intervenu à un moment où les anticipations de bénéfices étaient déjà faibles. Depuis la précédente réunion de

politique monétaire du Conseil des gouverneurs, les actions bancaires de la zone euro ont enregistré des performances nettement inférieures à l'indice global du marché boursier. En revanche, l'indice boursier relatif aux SNF est demeuré pratiquement inchangé par rapport à début juin. Les rendements des obligations émises par les entreprises de la zone euro ont été moins affectés que les prix des actions par le résultat du référendum. Si les obligations bancaires ont enregistré de bien meilleurs résultats que les actions bancaires, la reprise de la tendance baissière des rendements obligataires observée depuis janvier 2016 a cependant été moins prononcée pour les sociétés financières que pour les SNF. Le coût global du financement externe pour les SNF a encore diminué légèrement depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 1^{er} et 2 juin. Dans le même temps, l'accès au financement de marché s'est encore amélioré dans l'ensemble, le crédit bancaire demeurant toutefois important dans le financement externe des PME. Les taux débiteurs des prêts bancaires aux SNF et aux ménages ont poursuivi leur baisse en mai 2016, et ceux appliqués à leurs dépôts se sont stabilisés à un très bas niveau dans l'ensemble des pays de la zone euro.

En ce qui concerne la monnaie et le crédit, la croissance annuelle de M3 est restée soutenue, à 4,9 % en mai 2016, après 4,6 % en avril, oscillant autour de 5 % depuis mi-2015. La croissance annuelle de M1 est elle aussi demeurée robuste, en dépit d'une nouvelle baisse en mai, à 9,1 %, après 9,7 % en avril. Le redressement progressif des prêts bancaires au secteur privé de la zone euro s'est poursuivi à un rythme modéré. Le taux de croissance annuel des prêts consentis aux SNF (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est encore inscrit en hausse en mai, à 1,4 % après 1,2 % en avril, et celui des prêts aux ménages s'est établi à 1,6 % en mai, demeurant ainsi globalement stable depuis février 2016.

D'après l'enquête de juillet 2016 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, le redressement en cours de la croissance des prêts a été soutenu par une nouvelle amélioration des conditions de l'offre de crédit en faveur des sociétés et des ménages, ainsi que par la poursuite de la hausse de la demande de prêts sur l'ensemble des catégories au deuxième trimestre 2016. Les critères d'octroi de prêts aux entreprises se sont encore assouplis au deuxième trimestre, notamment sous l'effet d'un renforcement de la concurrence, tandis que la perception du risque, qui avait été un frein important durant la crise, a presque disparu. Le nouvel assouplissement, au deuxième trimestre 2016, des modalités et conditions attachées aux prêts aux entreprises reflète un resserrement des marges sur les crédits standard, tandis que les marges sur les prêts plus risqués sont demeurées globalement inchangées. La demande nette de prêts des entreprises a continué d'augmenter. S'agissant des actions bancaires et de l'offre de crédit, on a pu observer une forte corrélation entre les évolutions décalées des cours des actions bancaires et des prêts aux SNF. Toutefois, il n'a pas été possible de déterminer clairement dans quelle mesure cette corrélation reflétait les propriétés d'indicateur avancé des marchés boursiers concernant le PIB, moteur essentiel de l'activité de prêt.

S'agissant des politiques budgétaires, l'orientation budgétaire de la zone euro, telle que mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait être modérément expansionniste en 2016 et devenir globalement neutre en 2017 et 2018.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a rappelé les points suivants. Premièrement, les données disponibles depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 1^{er} et 2 juin continuent de faire état d'une croissance modérée, soutenue par la demande intérieure. L'inflation est devenue positive en juin 2016, sous l'effet essentiellement d'une accentuation de la hausse des prix de l'énergie et des services. Toutefois, les tensions sous-jacentes sur les prix n'indiquent toujours pas l'existence d'une véritable tendance à la hausse et restent source de préoccupation. Cette évaluation a également été confirmée par les signaux provenant de l'analyse monétaire. Globalement, cela confirme la nécessité de maintenir une orientation accommodante appropriée de la politique monétaire afin de garantir le retour, sans tarder, des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Deuxièmement, bien qu'il soit difficile à évaluer à ce stade, le résultat du référendum organisé par le Royaume-Uni a entraîné la matérialisation d'un risque à la baisse qui vient contrecarrer l'amélioration de la balance des risques constatée par le Conseil des gouverneurs début juin.

Troisièmement, les marchés financiers ont cependant résisté de façon encourageante à la recrudescence initiale de la volatilité à la suite du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'Union européenne. La disponibilité des banques centrales partout dans le monde à fournir des liquidités si nécessaire, un cadre de réglementation et de surveillance robuste ainsi que les mesures de politique monétaire accommodante de la BCE sont autant d'éléments qui ont contribué à contenir les tensions sur les marchés. La révision des anticipations des marchés concernant la politique monétaire future des principaux pays a probablement aussi contribué à la capacité de résistance évoquée précédemment.

Quatrièmement, l'évolution du canal du crédit bancaire nécessite un suivi étroit. La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire confirme que la dynamique des prêts continue de se renforcer, reflétant à la fois l'amélioration des conditions de l'offre de crédit et une hausse de la demande de prêts. Toutefois, les banques de la zone euro ont été confrontées à de nombreux défis qui ont compromis leur capacité à générer du capital, avec des effets potentiellement néfastes sur l'offre de crédit.

Enfin, du point de vue de la communication, M. Praet a recommandé que soient réitérés les messages suivants. Premièrement, compte tenu des incertitudes actuelles, le Conseil des gouverneurs continuera de suivre très attentivement les évolutions économiques et des marchés financiers et de protéger les effets de sa politique monétaire accommodante sur l'économie réelle. Lorsque davantage d'informations seront disponibles au cours des prochains mois, y compris de nouvelles projections macroéconomiques, le Conseil des gouverneurs sera mieux en mesure de réévaluer les perspectives macroéconomiques. Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs devra réaffirmer que, le cas échéant, pour atteindre son objectif de stabilité des prix, il agira en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat.

2. Discussions au sein du Conseil des gouverneurs et décisions de politique monétaire

Analyses économique et monétaire

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil des gouverneurs ont largement exprimé leur accord avec l'évaluation des perspectives et des risques relatifs à l'activité économique et à l'évolution des prix dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction. S'il est trop tôt pour évaluer l'impact du résultat du récent référendum organisé par le Royaume-Uni, les dernières données publiées confirment la poursuite de la reprise économique dans la zone euro, soutenue par la vigueur de la demande intérieure et un environnement extérieur encore faible mais qui semble avoir dépassé son point bas, ainsi que par le bas niveau des prix du pétrole. L'inflation totale devrait augmenter vers la fin de l'année, principalement en raison d'effets de base, et poursuivre sa hausse au cours des prochaines années sous l'effet de la reprise économique en cours, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE. Dans l'ensemble, les perspectives restent globalement conformes aux projections de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème.

S'agissant des perspectives relatives à l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont souligné que la croissance mondiale demeurerait faible, en dépit de signes de stabilisation. La croissance des économies de marché émergentes, en particulier, montre des signes de stabilisation à des taux encore bas au regard des évolutions passées. La relative stabilité des prix du pétrole a permis aux économies exportatrices de matières premières de dépasser la faiblesse qui s'était fait jour l'année dernière, et la croissance s'est renforcée récemment en Chine, en partie sous l'effet des mesures de politique économique. S'agissant des économies avancées, l'activité aux États-Unis devrait être plus soutenue au deuxième trimestre qu'au premier, mais le Japon continue de montrer des signes de faiblesse. Au Royaume-Uni, après le référendum, les perspectives économiques devraient demeurer incertaines pendant un certain temps. Le commerce mondial montre des signes de faiblesse persistants, imputables à un certain nombre de facteurs conjoncturels et structurels.

Concernant les risques pesant sur l'économie mondiale, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que le résultat du référendum organisé par le Royaume-Uni, après un accès initial de volatilité, avait eu une incidence limitée, en partie en raison de la perception d'une possible réaction de politique économique et de la robustesse du cadre réglementaire et prudentiel existant. La plupart des taux de change n'ont été que modérément affectés, les tendances précédentes se confirmant globalement à l'exception de la forte dépréciation de la livre sterling. Pour la suite, l'impact du référendum est perçu comme étant géographiquement limité et affectant principalement le Royaume-Uni, ainsi que l'Europe plus globalement. Les récentes prévisions publiées par le FMI vont dans ce sens. En revanche, les canaux de transmission de ce choc et leur importance relative demeurent à ce stade très incertains. En particulier, il a été noté que l'incertitude même de la situation pouvait affecter l'économie mondiale de manière plus profonde et moins prévisible que par le biais du canal des échanges commerciaux directs. De plus, d'autres risques géopolitiques pourraient éroder le sentiment économique et peser davantage encore sur la croissance.

S'agissant de l'activité dans la zone euro, elle devrait être moins soutenue au deuxième trimestre qu'au premier, essentiellement parce que la croissance au premier trimestre résultait d'un certain nombre de facteurs spécifiques qui se sont dissipés depuis. Selon les prévisions, la demande intérieure devrait demeurer le principal moteur de croissance dans la zone euro, tandis que les exportations ont montré des signes de perte de dynamisme. En termes de composantes de la demande intérieure, la consommation et l'investissement ont tous deux été considérés comme contribuant à la croissance dans l'ensemble des pays de la zone euro. L'évolution favorable du revenu disponible des ménages, en partie sous l'effet de la croissance de l'emploi qui est demeurée relativement soutenue dans la plupart des économies de la zone euro, en particulier dans les services, a été un facteur de soutien de la consommation. Sur la durée, les conditions de financement favorables et le redressement des bénéfices devraient également soutenir l'investissement. Au total, la zone euro devrait rester sur la voie de la reprise. En particulier, il a été noté que la capacité de résistance de la demande intérieure avait protégé la zone euro du récent ralentissement mondial et qu'elle ne montrait guère de signes d'affaiblissement.

Néanmoins, il a été largement admis que les risques à la baisse pesant sur les perspectives économiques de la zone euro s'étaient accrus, en raison principalement du résultat du référendum au Royaume-Uni. À cet égard, les estimations disponibles de l'incidence sur la croissance de la zone euro pour les années à venir ont été prises en compte, mais il a également été reconnu que ces estimations étaient soumises à une très forte incertitude et que la situation appelait à une grande prudence dans l'évaluation des évolutions futures. Dans le même temps, il a été perçu que la réaction des marchés financiers de la zone euro avait été plus limitée que prévu, tant du point de vue de leur réponse initiale que des inversions partielles observées ultérieurement.

Les membres du Conseil ont fait remarquer que l'incertitude apparue après le référendum au Royaume-Uni était, dans une large mesure, de nature politique et liée au manque de clarté concernant la nouvelle relation entre le Royaume-Uni et le reste de l'Union européenne pour la suite. Cette incertitude ne se réduira que progressivement, en liaison avec les futures négociations. Concernant les répercussions du référendum sur l'économie de la zone euro, principale préoccupation du Conseil des gouverneurs, il est trop tôt pour tirer des conclusions définitives en termes de politique économique.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont noté que l'inflation totale mesurée par l'IPCH était devenue positive en juin, mais qu'aucune tendance à la hausse n'était encore clairement visible. Le principal facteur à l'origine de cette évolution a été la composante énergie, l'incidence des baisses antérieures des prix du pétrole s'étant atténuée. Ces effets de base devraient se traduire par une progression importante de l'inflation totale vers la fin 2016. S'agissant de l'inflation sous-jacente, les signaux sont contrastés : tandis que l'augmentation des prix des services s'est légèrement accentuée, celle des prix des produits manufacturés hors énergie s'est, de façon inattendue, inscrite en baisse.

Après la fin de l'année, l'inflation devrait continuer à augmenter au cours des prochaines années en raison d'une hausse de la demande intérieure, de tensions sur le marché du travail et d'une amélioration de la rentabilité des entreprises, favorisées par les mesures de politique monétaire de la BCE.

Les membres du Conseil ont estimé que les évolutions divergentes des anticipations d'inflation à long terme, selon qu'elles sont extraites d'enquêtes ou bien fondées sur les marchés, étaient un élément nécessitant une analyse plus approfondie. Il a été souligné que les mesures tirées d'enquêtes avaient fait preuve d'une plus grande capacité de résistance, les anticipations à long terme (à l'horizon de cinq ans) issues de la dernière EPP s'établissant à 1,8 %, sans changement depuis début 2016. À cet égard, il a pu être affirmé que rien ne signalait jusqu'à présent une diminution de l'ancrage des anticipations d'inflation. En revanche, les mesures, extraites des instruments de marché, des anticipations d'inflation à long terme, telles que le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans, sont en baisse régulière depuis un moment et demeurent proches de leurs points bas historiques. Tout en reconnaissant que le bas niveau de ces anticipations était source de préoccupation, les membres du Conseil ont également indiqué qu'un certain nombre de facteurs techniques pouvaient actuellement fausser les indicateurs de marché, ce qui appelle à la prudence dans leur interprétation.

S'agissant des politiques budgétaires, les membres du Conseil ont fait remarquer qu'ils s'attendaient à une orientation neutre en 2017, après une orientation légèrement expansionniste en 2016, et ont souligné également la nécessité d'une mise en œuvre intégrale et systématique des règles du Pacte de stabilité et de croissance, dans le temps et à travers les pays, pour maintenir la confiance dans le cadre budgétaire. Dans le même temps, ces politiques doivent également soutenir la reprise économique et il a été rappelé que tous les pays devaient s'efforcer de mettre en place des politiques budgétaires plus propices à la croissance en utilisant leur marge de manœuvre budgétaire, le cas échéant.

Concernant l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La monnaie au sens large (M3) a continué de progresser à un rythme vigoureux en mai 2016. Comme au cours des mois précédents, la croissance annuelle de M3 a été principalement soutenue par ses composantes les plus liquides, l'agrégat monétaire étroit M1 affichant un taux de croissance robuste. La dynamique des prêts a poursuivi son redressement progressif observé depuis le début de 2014, et les rythmes annuels de variation des prêts aux SNF et aux ménages se sont renforcés en mai 2016.

Un large consensus s'est dégagé sur le fait que les mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014 continuaient de contribuer aux conditions de prêt bancaire favorables aux entreprises et aux ménages et au renforcement de la croissance du crédit. C'est ce que confirment également les résultats de la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, qui indiquent une poursuite de l'amélioration des conditions de l'offre de crédit en faveur des entreprises et des ménages et une nouvelle hausse de la demande pour l'ensemble des catégories de prêts.

Compte tenu des incertitudes actuelles, y compris concernant l'environnement dans lequel les banques évolueront après le référendum au Royaume-Uni et la publication prochaine des résultats des tests de résistance menés par l'Autorité bancaire européenne (ABE), il a été considéré comme essentiel de préserver la bonne transmission de la politique monétaire au sein du système bancaire, dont le rôle est primordial pour l'économie réelle de la zone euro et pour le soutien de la reprise économique en cours. Dans ce contexte, il a été noté que les prix des actions des banques de la zone euro avaient diminué après le référendum au Royaume-Uni. Si cette évolution peut, en partie, être associée à l'impact direct probable du résultat du

référendum, elle reflète également la persistance d'une faiblesse sous-jacente de la rentabilité bancaire liée, entre autres, à une période plus prolongée de croissance modérée et de bas niveau des taux d'intérêt, ainsi que les séquelles d'un niveau encore élevé de créances douteuses dans certains pans du système bancaire de la zone euro, qui continue de peser sur les bilans des banques. Il a été mis en avant que ces vulnérabilités réapparaissent à l'occasion de nouveaux chocs menaçant la reprise économique de la zone euro.

Il a été fait référence au lien apparent entre la valorisation des actions bancaires et les volumes de prêts bancaires, présenté par M. Praet dans son introduction. Si la volatilité des cours des actions n'est pas nécessairement préoccupante, elle mérite néanmoins l'attention dans le cas où elle nuirait au fonctionnement du canal du crédit bancaire et à l'efficacité de la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle dans la zone euro. Il a été affirmé que le coût des fonds propres était une composante essentielle du coût du crédit pour les banques, un coût du capital élevé pouvant faire baisser le rendement net du crédit bancaire et donc inciter les banques à adopter un comportement plus prudent en matière d'octroi de prêts.

Dans le même temps, il a été constaté que le système bancaire de la zone euro se portait beaucoup mieux que lors de l'évaluation complète des bilans des banques menée en 2014. Grâce à un environnement réglementaire et prudentiel plus robuste, les fonds propres ont été renforcés, les provisions pour créances douteuses accrues et les coussins de liquidité des banques sont élevés. De plus, l'intermédiation bancaire a été soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, contribuant à l'amélioration des conditions de financement, à la hausse du crédit et, plus largement, au redressement de l'économie.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction selon laquelle les données disponibles ont apporté un soutien continu au scénario de référence basé sur un redressement économique régulier et une hausse des taux d'inflation. Même si l'incertitude s'est accrue à la suite du résultat du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE, il a été jugé prématuré d'en évaluer les conséquences éventuelles pour l'économie de la zone euro. Au cours des prochains mois, lorsque davantage d'informations seront disponibles, y compris de nouvelles projections macroéconomiques, le Conseil des gouverneurs sera mieux en mesure de réévaluer les conditions macroéconomiques et les risques sous-jacents. Dans l'intervalle, le Conseil des gouverneurs doit continuer de suivre attentivement les évolutions économiques et des marchés financiers et réaffirmer qu'il se tient prêt à agir, le cas échéant, pour atteindre l'objectif de stabilité des prix de la BCE.

Un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur l'évaluation présentée par le vice-président et par M. Praet dans leurs introductions sur le fait que les marchés financiers avaient bien réagi à l'incertitude et à la volatilité constatées à l'issue du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE. La réaction initiale des marchés financiers après l'annonce du résultat du référendum s'est, dans une large mesure, inversée et les marchés ont continué de fonctionner normalement par la suite. Le taux de change de l'euro est également resté globalement stable, s'échangeant à des niveaux

pratiquement inchangés en termes effectifs nominaux. Toutefois, les valorisations des actions, notamment pour les institutions financières, ont continué d'afficher une plus grande volatilité et sont demeurées inférieures aux niveaux observés avant le référendum. Globalement, il est apparu que l'annonce par les banques centrales de leur disponibilité à fournir des liquidités, si nécessaire, et les mesures de politique monétaire accommodante en place, ainsi que le cadre de réglementation et de surveillance robuste avaient contribué à contenir les tensions sur les marchés. Les conditions financières se sont assouplies dans l'ensemble, avec une nouvelle baisse des taux de marché, liée en partie à l'anticipation par les intervenants de marché d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire - ou d'un report de la date et du rythme du resserrement attendu - dans plusieurs pays. De plus, les conditions de financement sont demeurées extrêmement favorables à la création de crédit, à la reprise économique en cours et, au bout du compte, à une remontée des taux d'inflation vers des niveaux plus proches de 2 %.

Le résultat du référendum au Royaume-Uni a cependant fait apparaître de nouveaux facteurs défavorables et l'incertitude s'est accrue, également en liaison avec les autres évolutions géopolitiques et la situation sur les marchés financiers. Toutefois, il a été estimé qu'il était trop tôt pour évaluer avec certitude les implications éventuelles de ces facteurs défavorables pour l'économie de la zone euro et, en définitive, pour les perspectives d'inflation. Par conséquent, le sentiment s'est imposé parmi les membres du Conseil qu'il était prématuré de débattre d'une éventuelle réaction de politique monétaire à ce stade. Il faudra davantage de temps pour évaluer les informations disponibles au cours des prochains mois, même si les risques à la baisse se sont clairement accrus.

Dans ce contexte, il a été largement convenu que la mise en œuvre du vaste ensemble de mesures de politique monétaire décidées début mars et le maintien d'une orientation accommodante appropriée de la politique monétaire afin de garantir le retour, sans tarder, des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % devaient demeurer la priorité immédiate. Des éléments probants montrent que les mesures de politique monétaire adoptées sont efficaces et que leurs effets sur l'économie au sens large se font sentir au fil du temps. Leur incidence se manifeste au travers de l'amélioration des conditions financières, de la baisse des taux débiteurs bancaires et du renforcement de la création de crédit, autant de facteurs ayant contribué à augmenter la croissance et l'inflation dans la zone euro, même si cette dernière demeure sensiblement inférieure à l'objectif du Conseil des gouverneurs. Il a été rappelé qu'il convenait de tenir compte des délais de transmission, dans la mesure où la politique monétaire se répercute sur l'objectif ultime *via* des variables intermédiaires, et qu'il faudrait encore du temps pour que les mesures de politique monétaire de la BCE fassent pleinement sentir leurs effets. De plus, le CSPP, qui vient juste d'être lancé en juin, et les trois autres opérations du programme TLTRO II, considérées comme un soutien très important aux conditions de financement des banques, devraient encore apporter un stimulus supplémentaire.

Dans le même temps, l'environnement incertain exige de continuer à suivre très attentivement les évolutions économiques et des marchés financiers. À cet égard, il a été jugé important de suivre avec attention le processus de transmission des mesures de politique monétaire, qui a bien fonctionné jusqu'à présent, afin de garantir que la transmission de l'orientation accommodante de la politique monétaire à l'économie réelle ne

soit pas compromise, en tenant compte des risques pesant sur la transmission par les banques et des implications pour le coût d'emprunt et la disponibilité du crédit.

Globalement, un large consensus s'est dégagé sur le fait que le Conseil des gouverneurs devait réaffirmer sa capacité et sa disponibilité à agir, le cas échéant, pour atteindre son objectif, en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat, sans pour autant susciter des attentes injustifiées quant à l'orientation future de la politique monétaire. Dans le contexte actuel d'incertitude accrue, de sous-utilisation toujours importante des capacités productives et de faibles tensions sur les prix et les salaires, il a été demandé de débattre à l'avenir des tendances des salaires, des anticipations d'inflation, de l'orientation à moyen terme de la politique monétaire et de l'horizon auquel une politique monétaire très accommodante demeurerait nécessaire. De plus, il a fallu rappeler la nécessité que d'autres domaines de la politique économique contribuent de manière plus décisive à une reprise durable dans la zone euro, la résolution des risques à moyen terme et des problèmes structurels subsistant dans l'économie de la zone euro étant largement hors de portée de la politique monétaire.

Dans ce contexte, comme cela a été souligné à plusieurs reprises par le passé, pour que les mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs puissent faire sentir pleinement leurs effets bénéfiques, la mise en œuvre des réformes structurelles doit être nettement accélérée en vue de réduire le chômage structurel et de renforcer la croissance potentielle dans la zone euro. Il convient de concentrer les efforts sur les mesures visant à accroître la productivité et à consolider l'environnement des affaires, notamment à travers la mise en place d'infrastructures publiques adéquates, qui sont vitales pour augmenter l'investissement et stimuler la création d'emplois. Les politiques budgétaires doivent également soutenir la reprise économique, en s'efforçant de mettre en œuvre des mesures plus propices à la croissance tout en restant conformes aux règles de l'Union européenne en la matière.

Enfin, il a été fermement demandé aux responsables politiques européens de contenir l'incertitude politique entourant les négociations sur la sortie du Royaume-Uni et de fournir une vision claire de l'avenir de l'Union européenne et de son processus d'intégration. De plus, une politique et des mesures appropriées doivent être mises en place afin de remédier à la rentabilité médiocre et aux faiblesses structurelles persistantes du secteur bancaire de la zone euro.

Décisions de politique monétaire et communication

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur les propositions présentées par M. Praet dans son introduction. Un optimisme prudent doit être exprimé s'agissant de l'état de l'économie de la zone euro et de l'efficacité des mesures de politique monétaire de la BCE, ce qui a également contribué à la capacité de résistance jusqu'à présent des marchés financiers face au résultat du référendum au Royaume-Uni. Il a également été considéré comme important d'insister sur le fait que le Conseil des gouverneurs suivait très attentivement les évolutions économiques et des marchés financiers, et qu'il était déterminé à préserver la transmission efficace des mesures de politique monétaire à l'économie réelle. De plus, au vu des incertitudes actuelles, il a été jugé approprié de souligner que davantage

d'informations seraient disponibles au cours des prochains mois, y compris de nouvelles projections macroéconomiques, et que le Conseil des gouverneurs serait ainsi mieux en mesure de réévaluer les conditions macroéconomiques sous-jacentes. Enfin, le Conseil des gouverneurs doit réaffirmer sa disponibilité, sa volonté et sa capacité à agir, le cas échéant, pour atteindre son objectif en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat.

S'agissant des taux d'intérêt, compte tenu des discussions qui précèdent et sur proposition du président, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureraient inchangés à, respectivement, 0,00 %, 0,25 % et - 0,40 %.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats mensuels d'actifs à hauteur de 80 milliards d'euros devraient être réalisés jusque fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce qu'il observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif.

Les membres du Conseil des gouverneurs ont ensuite finalisé la déclaration introductive, que le président et le vice-président allaient prononcer, comme d'habitude, lors de la conférence de presse tenue à l'issue de la présente réunion du Conseil des gouverneurs.

Déclaration introductive

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160721.fr.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160721.fr.html>

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 20-21 juillet 2016

Membres

M. Draghi, Président

M. Constâncio, Vice-Président

M. Costa

Mme Georghadji

M. Hansson

M. Jazbec

M. Knot*

M. Lane

Mme Lautenschläger

M. Liikanen

M. Linde

M. Makúch

M. Mersch

M. Nowotny

M. Praet

M. Reinesch*

M. Rimšēvičs*

M. Smets

M. Stournaras

M. Vasiliauskas*

M. Vella

M. Villeroy de Galhau

M. Visco

M. Weidmann

* Membres ne disposant pas de droit de vote en juillet 2016 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

- M. Dombrovskis, vice-président de la Commission**
- M. Teixeira, secrétaire, directeur général Secrétariat
- M. Schill, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Questions économiques
- M. Catenaro, responsable, DG Secrétariat

** Conformément à l'article 284 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Personnes accompagnantes

- M. Beau
- M. Dewatripont
- M. Fagan
- M. Hernández de Cos
- M. Kaasik
- M. Kuodis
- M. Mifsud
- M. Mooslechner
- M. Mrva
- M. Pattipeilohy
- M. Ramalho
- M. Rutkaste
- M. Schoder
- M. Stavrou
- M. Tavlás
- M. Tratnik
- M. Ulbrich
- M. Välimäki
- M. Zautzik

Autres membres du personnel de la BCE

- Mme Graeff, directrice générale Communication
- M. Smets, conseiller auprès du président
- Mme Holthausen, directrice générale adjointe Opérations de marché
- M. Klöckers, directeur général adjoint, Questions économiques
- M. Rostagno, directeur Politique monétaire, DG Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue jeudi 6 octobre 2016.