



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

6 octobre 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 7 et le jeudi 8 septembre 2016

.....
Mario Draghi

Président de la Banque centrale européenne

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

Évolutions sur les marchés financiers

M. Cœuré a procédé à l'examen des dernières évolutions intervenues sur les marchés financiers.

Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 20 et 21 juillet 2016, le sentiment s'est amélioré sur les marchés financiers et la volatilité a diminué. Les indices boursiers mondiaux ont totalement effacé la baisse observée au moment du référendum au Royaume-Uni et, début septembre, ils ont atteint des niveaux proches de leurs points hauts de 2016, soutenus par des nouvelles économiques meilleures que prévu dans certaines des principales régions économiques et par les anticipations d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire. Même si l'indice européen des valeurs bancaires a été soutenu par le sentiment globalement positif sur les marchés en juillet et en août, il est demeuré inférieur aux niveaux observés au début de l'année. La publication des résultats des tests de résistance de l'Autorité bancaire européenne n'a pas eu d'incidence significative sur les performances des actions bancaires.

S'agissant des prix du pétrole, ceux du *Brent* se sont redressés lorsque les membres de l'OPEP ont commencé à laisser entendre qu'ils étaient prêts à discuter d'une stabilisation des prix lors de la prochaine réunion informelle de l'Organisation en septembre.

La mise en œuvre du programme d'achats d'actifs (APP) sur l'ensemble des composantes s'est poursuivie de façon satisfaisante au cours des derniers mois, en dépit de l'habituelle diminution de la liquidité de marché durant l'été, qui a été prise en compte en réduisant les volumes des achats ciblés pour juillet et août.

La mise en œuvre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) a très bien débuté, soutenue par un marché primaire actif et des conditions de liquidité satisfaisantes sur le marché secondaire. En conséquence, la taille totale du portefeuille au titre du CSPP a déjà dépassé celle du programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP).

Avec 3 350 milliards d'euros, la taille totale du bilan de l'Eurosystème a à présent dépassé le pic de 3 100 milliards atteint en juillet 2012, tandis que les indicateurs de la liquidité globale de marché n'ont pas signalé l'émergence de problèmes dans le fonctionnement du marché obligataire au comptant. Toutefois, l'empreinte des programmes d'achats sur le marché s'est accrue en raison à la fois du volume plus important des achats mensuels depuis avril et de la baisse d'activité sur le marché durant les mois d'été. De plus, les taux d'emprunt pour certaines obligations d'État utilisées en garantie se sont écartés des taux directeurs de la BCE, mettant en évidence une pénurie croissante de certaines obligations, qui peut s'expliquer par plusieurs facteurs, tels qu'une hausse de la demande pour certains types d'investissement. Tandis que la mise en œuvre de l'APP a continué de se dérouler globalement sans heurt, la configuration actuelle des taux d'intérêt a posé des défis croissants pour sa mise en œuvre dans le futur.

La situation de financement des banques européennes est demeurée robuste, en dépit des inquiétudes des marchés. S'agissant des conditions de financement en dollars, l'écart entre le Libor en dollars et le taux de

swap au jour le jour en dollars a augmenté de 10 points de base depuis mi-juillet, les marchés monétaires intégrant une diminution de la disponibilité de la liquidité en dollars pour les banques, liée à la mise en œuvre de la réforme des fonds d'investissement monétaires aux États-Unis en octobre 2016. Aucun signe de tensions sur les financements en dollars n'a été observé pour les banques de la zone euro et le recours aux opérations de l'Eurosystème dans cette devise est resté limité.

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 mondiale est demeurée atone. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale a atteint 51,6 en août, après 51,5 en juillet, sous l'effet d'une expansion légèrement plus marquée dans le secteur manufacturier et dans celui des services, mais les évolutions sont restées contrastées à la fois entre les économies avancées et les économies de marché émergentes et au sein de celles-ci. Au Royaume-Uni, après le résultat du référendum en juin, les indicateurs à court terme ont mieux résisté que prévu, tandis que l'incertitude est demeurée élevée s'agissant des perspectives économiques à plus long terme.

La hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE s'est légèrement ralentie en juillet, s'établissant à 0,8 % contre 0,9 % en juin. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation est revenue de 1,9 % en juin à 1,8 % en juillet. Le 6 septembre, le prix du baril de *Brent* s'est établi à 47 dollars, soit une hausse de 3,1 % par rapport à celui observé au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs des 20 et 21 juillet. Au cours de la même période, l'euro est resté globalement stable en termes effectifs nominaux vis-à-vis des devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

En ce qui concerne la zone euro, le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2016, après une hausse de 0,5 % au premier trimestre, avec des contributions positives des exportations nettes et, dans une moindre mesure, de la demande intérieure. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production s'est établi, en moyenne, à 53,1 en juillet et en août, sans changement par rapport au deuxième trimestre, tandis que l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* - ESI) de la Commission européenne s'est inscrit en légère baisse en raison d'un recul prononcé en août. Ces deux indicateurs, le PMI et l'ESI, sont restés supérieurs à leurs moyennes de long terme respectives.

La croissance trimestrielle de la consommation privée s'est ralentie au deuxième trimestre, tandis que la situation a continué de s'améliorer sur les marchés du travail et que le revenu disponible réel des ménages a encore progressé. L'emploi a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au premier trimestre et le taux de chômage de la zone euro, qui s'est établi à 10,1 % en juillet, sans changement par rapport à juin, s'est maintenu à son plus bas niveau depuis août 2011. Les résultats d'enquêtes jusqu'à août vont dans le sens d'une poursuite de l'amélioration sur les marchés du travail dans les mois à venir.

L'investissement total a stagné au deuxième trimestre, alors que le contexte intérieur est demeuré, dans l'ensemble, propice à l'investissement. Les dernières enquêtes trimestrielles de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprises, publiées le 29 juillet, ont indiqué que l'utilisation des capacités de production a

légèrement augmenté dans le secteur manufacturier et que la demande s'est encore améliorée pour atteindre un niveau jamais observé depuis début 2012. Toutefois, le recul de la confiance et des commandes à l'exportation dans l'ensemble du secteur manufacturier laissent présager un ralentissement de la croissance de l'investissement des entreprises. Dans le même temps, le bas niveau des taux d'intérêt dans la zone euro a sensiblement réduit les coûts du service de la dette, soutenant ainsi la rentabilité des sociétés non financières (SNF).

Pour l'avenir, dans les projections macroéconomiques de septembre 2016, les services de la BCE tablent sur une progression du PIB en volume de la zone euro de 1,7 % en 2016 et de 1,6 % en 2017 et 2018. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance ont été légèrement révisées à la baisse pour 2017 et 2018.

S'agissant de l'évolution des prix dans la zone euro, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH s'est établie à 0,2 % en août, sans changement par rapport à juillet. La progression des prix de l'énergie s'est encore accentuée en rythme annuel, alors que celle des prix des services et des produits manufacturés hors énergie a été un peu plus faible qu'en juillet. Dans le même temps, l'inflation sous-jacente n'a pas encore donné d'indication nette d'une tendance à la hausse. Après une augmentation au premier semestre 2015, le taux annuel de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a oscillé autour de 1 %.

La hausse des prix à la production pour les ventes intérieures de biens de consommation hors produits alimentaires est restée inchangée à 0,0 % en juillet. Une légère amélioration de la situation économique a probablement exercé une pression haussière sur les prix à la production, mais elle a vraisemblablement été compensée par la faiblesse des prix des consommations intermédiaires de matières premières. Pour la suite, des signes de tensions à la hausse sont apparus dans le secteur des services. De plus, les anticipations relatives aux prix de vente sont restées orientées à la hausse, l'indicateur tiré de l'enquête de la Commission européenne étant supérieur à sa moyenne de long terme depuis début 2016. La croissance salariale dans la zone euro s'est stabilisée à un bas niveau.

À plus long terme, les projections macroéconomiques de septembre 2016 établies par les services de la BCE prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,2 % en 2016, de 1,2 % en 2017 et de 1,6 % en 2018. Ces projections sont globalement conformes à celles du secteur privé et d'autres organisations internationales.

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'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le troisième trimestre 2016, les anticipations d'inflation à long terme à l'horizon de cinq ans s'établissent toujours à 1,8 % en moyenne. En revanche, s'agissant des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché, le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans dans la zone euro a encore diminué, revenant de 1,36 % le 19 juillet 2016 à 1,26 % le 6 septembre. Les intervenants de marché ont continué de tabler sur la persistance d'une faible inflation à moyen terme, la probabilité qu'elle demeure comprise entre seulement 0 % et 1,5 % ayant de nouveau augmenté depuis le référendum organisé par le Royaume-Uni. Dans le même temps, les craintes du marché relatives à une déflation ont été bien contenues et n'ont pas retrouvé les niveaux de fin 2014 et début 2015.

S'agissant des conditions financières, elles sont restées globalement inchangées depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 20 et 21 juillet. La courbe des rendements anticipés de l'Eonia est restée bien au-dessous des niveaux de début juin 2016, tandis que la moyenne pondérée par le PIB des rendements des obligations souveraines de la zone euro à dix ans est généralement demeurée comprise entre 0,5 % et 0,6 %. En outre, la volatilité est restée faible sur les marchés financiers et les indices boursiers relatifs aux SNF ont enregistré des niveaux supérieurs à ceux de début juin. En parallèle, dans un contexte de hausse des émissions brutes mensuelles, les rendements des obligations émises par les entreprises ont encore diminué depuis l'annonce du CSPP en mars. Le coût du financement par endettement des banques de la zone euro a également continué de diminuer et de converger vers de très bas niveaux dans l'ensemble des pays. De plus, les coûts pour les banques des dépôts et du financement auprès de l'Eurosystème ont encore baissé, notamment par le biais des TLTRO II. Les taux débiteurs appliqués par les banques aux ménages et aux SNF ont poursuivi leur baisse au deuxième trimestre 2016 et en juillet, tandis que ceux appliqués aux dépôts se sont stabilisés à de très bas niveaux dans l'ensemble des pays de la zone euro. Globalement, les conditions de financement des ménages et des entreprises se sont légèrement améliorées.

Le flux annuel total du financement externe des SNF de la zone euro a continué de se renforcer au deuxième trimestre 2016. Les niveaux actuels sont comparables à ceux de 2005 et 2009, essentiellement en raison des importantes émissions de dette de marché. Conjuguées à la reprise en cours des prêts consentis aux SNF par les banques et les non banques, ces évolutions montrent l'amélioration de l'accès au financement externe tant pour les grandes que pour les petites entreprises et devraient encore apporter un soutien à la reprise actuelle dans la zone euro.

En ce qui concerne la monnaie et le crédit, la croissance annuelle de M3 est restée pratiquement inchangée à 4,8 % en juillet 2016 – ayant à présent oscillé depuis plus d'un an autour de 5 % – et le taux de variation annuel des prêts des IFM au secteur privé a poursuivi son redressement progressif, ressortant à 1,7 % en juillet après 1,5 % en juin. Le taux de croissance annuel des prêts consentis aux SNF s'est inscrit en hausse à 1,7 % en juin, à la fin du deuxième trimestre 2016, après 1,1 % au trimestre précédent, pour atteindre 1,9 % en juillet. La croissance annuelle des prêts aux ménages a également continué de se renforcer entre le premier et le deuxième trimestre, s'inscrivant à 1,8 % en juillet.

La rentabilité des banques est restée faible, tandis que les cours des actions bancaires ont enregistré des performances médiocres au cours de l'année écoulée, reflétant l'incertitude sur les marchés financiers et la faiblesse de la croissance économique, ainsi qu'un contexte d'exigences réglementaires. On estime que l'écart entre le coût et le rendement des fonds propres des banques de la zone euro s'est encore creusé récemment, tandis que leurs ratios cours/valeur comptable sont restés stables et demeurent nettement inférieurs à 1.

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 que, lors de sa réunion de politique monétaire des 20 et 21 juillet 2016, le Conseil des gouverneurs avait conclu, à la suite du référendum organisé par le Royaume-Uni, que de plus amples informations seraient nécessaires pour réévaluer les conditions macroéconomiques sous-jacentes.

Les données disponibles continuent de faire état de la résistance de l'économie de la zone euro aux incertitudes mondiales et politiques, malgré la persistance de risques à la baisse. Le vaste ensemble de mesures de politique monétaire adoptées par la BCE a continué d'assurer des conditions de financement soutenant l'activité et a conforté la dynamique de la reprise économique dans la zone euro.

Les projections de septembre 2016 établies par les services de la BCE continuent d'anticiper une progression modérée du PIB en volume, mais légèrement plus lente que prévu précédemment. Les perspectives d'inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro sont pratiquement inchangées, en phase avec l'évolution figurant déjà dans les projections de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème.

Au cours des prochains mois, la hausse de l'IPCH devrait s'accélérer, essentiellement en raison d'effets de base. Toutefois, les tensions sous-jacentes sur les prix n'indiquent toujours pas de véritable tendance à la hausse et restent source de préoccupation. Point important, l'évolution prévue de l'inflation continue de dépendre de conditions de financement exceptionnellement favorables, reflétant dans une large mesure la politique monétaire accommodante de la BCE.

L'évolution du canal du crédit bancaire nécessite un suivi attentif. La transmission des mesures de la BCE aux conditions d'emprunt est restée robuste, mais les banques ont été confrontées à de nombreux défis qui pourraient affecter leurs décisions en matière de tarification et de prêt.

En gardant à l'esprit ces considérations, et sur la base des informations disponibles, il est nécessaire de préserver le degré très élevé de soutien monétaire intégré dans les projections de nos services pour assurer un retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

S'agissant de la mise en œuvre, il doit n'y avoir aucun doute sur la capacité du Conseil des gouverneurs à agir, le cas échéant. À cet égard, les comités concernés doivent être chargés d'évaluer les options permettant d'assurer une mise en œuvre ordonnée de l'APP. Les éventuelles révisions des paramètres doivent dûment prendre en compte leur efficacité du point de vue de la politique monétaire.

Dans ce contexte, la communication doit mettre l'accent sur le rôle essentiel des mesures de politique monétaire pour assurer la résistance de l'économie de la zone euro aux incertitudes mondiales et politiques. Il était également important de rappeler que le Conseil des gouverneurs continue de suivre très attentivement les évolutions économiques et des marchés financiers et qu'il est déterminé à maintenir une orientation accommodante appropriée afin de garantir le retour de l'inflation vers son objectif. De même, il était important de réaffirmer que le Conseil des gouverneurs se tenait prêt à utiliser tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat pour atteindre son objectif de stabilité des prix, et de souligner à nouveau que, pour que les mesures de politique monétaire de la BCE puissent faire sentir pleinement leurs effets bénéfiques, d'autres pans de la politique économique devaient apporter une contribution décisive en temps opportun.

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 dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction. La croissance du PIB en volume s'est poursuivie au deuxième trimestre, mais à un rythme moins soutenu qu'au premier trimestre, conformément aux anticipations. Les données récemment publiées restent compatibles avec une poursuite de la reprise économique modérée également au troisième trimestre. À plus long terme, la demande intérieure dans la zone euro devrait rester solide, soutenue par le niveau encore relativement bas des prix du pétrole ainsi que par la répercussion des mesures de politique monétaire de la BCE. Les perspectives de croissance ont été considérées comme freinées par la faiblesse persistante de la demande étrangère, liée en partie aux incertitudes entourant l'issue du référendum au Royaume-Uni, ainsi que par le nécessaire ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs et la lenteur dans la mise en œuvre des réformes structurelles. Cette évaluation se reflète dans les perspectives de croissance figurant dans les projections macroéconomiques de septembre 2016 établies par les services de la BCE. Par rapport aux projections de juin 2016 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance ont été révisées légèrement à la baisse.

Lors de l'examen plus détaillé des perspectives et des risques relatifs à l'environnement extérieur, les membres du Conseil des gouverneurs ont souligné que les dernières projections ne prévoyaient pas de détérioration des perspectives concernant les économies de marché émergentes. Dans le même temps, ils ont fait remarquer que les projections intégraient une importante révision à la baisse de la demande étrangère adressée à la zone euro, reflétant dans une large mesure une détérioration des perspectives en matière de croissance et d'échanges commerciaux au Royaume-Uni à l'issue du vote en faveur de sa sortie de l'Union européenne. Les membres du Conseil des gouverneurs ont pris note de la réaction modérée des marchés financiers au résultat du référendum. Les récentes publications de données relatives au Royaume-Uni laissent également penser que l'effet immédiat du résultat du référendum sur l'activité pourrait être moins négatif que les prévisions généralement formulées. Dans le même temps, il a été souligné qu'une forte incertitude entourait les implications économiques à plus long terme du vote au Royaume-Uni, du point de vue de son impact aussi bien sur l'économie britannique que sur les échanges commerciaux avec l'Union européenne. Il a été jugé prématuré d'affirmer que les effets négatifs largement attendus sur la croissance étaient exagérés, et les mesures de politique monétaire prises par la Banque d'Angleterre, ainsi que l'anticipation de nouvelles mesures, ont été considérées comme des éléments contribuant à amortir l'ajustement de l'économie britannique. Par conséquent, le risque subsiste que des effets baissiers plus importants, liés à la décision du Royaume-Uni de quitter l'Union européenne, se manifestent à un moment donné. Dans l'ensemble, un large consensus s'est dégagé sur le fait que les perspectives d'évolution de l'environnement extérieur continuaient d'être incertaines et soumises à des risques à la baisse.

S'agissant de la zone euro, les perspectives de croissance figurant dans les projections de septembre 2016 établies par les services de la BCE ont fait l'objet d'un large consensus. Ces dernières confirment la poursuite d'une reprise économique modérée dans la zone euro, avec seulement de légères révisions à la baisse des perspectives pour 2017 et 2018, liées à des facteurs extérieurs plutôt que domestiques. Il a été noté que les dernières données pour la zone euro étaient cohérentes avec la poursuite de la reprise économique, la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs étant demeurée robuste au cours des mois d'été. Il a été souligné que la zone euro avait enregistré des taux de croissance positifs en rythme trimestriel pendant plus de trois ans, à compter du deuxième trimestre 2013, signe de résilience de la reprise de la zone euro face à l'incertitude économique et politique mondiale.

En examinant les dernières projections, les membres du Conseil ont fait remarquer que l'effet négatif attendu du résultat du référendum au Royaume-Uni sur l'économie de la zone euro *via* les canaux des échanges commerciaux avait été compensé par d'autres facteurs, notamment la baisse de rendement des emprunts publics et le léger recul du taux de change effectif de l'euro. Il a été souligné que les projections reposaient sur des conditions de financement exceptionnellement favorables, reflétant dans une large mesure la politique monétaire accommodante de la BCE. Il a également été noté que l'anticipation par les marchés de mesures supplémentaires de politique monétaire de la BCE se reflétait dans les hypothèses techniques qui sous-tendent les projections de septembre 2016 relatives à la croissance et à l'inflation. Cela a limité l'ampleur de la révision à la baisse du scénario de référence. Toutefois, l'impact positif de ces anticipations sur le scénario de référence a été globalement évalué comme étant modéré et doit être replacé dans le contexte du degré élevé d'incertitude qui, dans tous les cas, entoure les perspectives de croissance et d'inflation, y compris l'incertitude relative à l'impact des mesures non conventionnelles.

Lors de l'analyse des composantes de la dépense intérieure, les membres du Conseil ont constaté que la consommation était soutenue par une augmentation du revenu disponible réel des ménages, liée à la poursuite des créations d'emplois et à la persistance d'un niveau relativement bas des prix du pétrole, tandis que les conditions de financement favorables, conjuguées à l'amélioration de la rentabilité des entreprises et des perspectives d'évolution de la demande, devraient soutenir la reprise de l'investissement à plus long terme. En revanche, des craintes ont de nouveau été exprimées concernant les perspectives de redressement de l'investissement, compte tenu également de sa faiblesse au deuxième trimestre. Les membres du Conseil ont jugé que l'analyse des facteurs expliquant la reprise hésitante de l'investissement des entreprises devait également être replacée dans le contexte d'un niveau d'épargne durablement élevé des entreprises, du poids de l'incertitude, et d'autres facteurs tels que les évolutions technologiques et démographiques.

L'attention a été attirée sur le fait que les évolutions étaient inégales d'un pays à l'autre. Il a été souligné que, si la croissance de la production avait dépassé les attentes dans certains pays, le PIB d'autres pays était en revanche encore très bas par rapport aux niveaux d'avant la crise. Il a été suggéré que les raisons structurelles à l'origine d'une performance constamment médiocre soient examinées plus en détail, et il a été noté globalement qu'il faudrait encore un certain temps aux pays de la zone euro pour atteindre une convergence durable.

Il a également été fait référence, dans la discussion, à la persistance de déséquilibres entre épargne et investissement à l'échelle de la zone euro et des différents pays. L'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro, qui reflète un excès d'épargne intérieure par rapport à l'investissement, est considéré comme un signe de la faiblesse de la demande intérieure. Dans le même temps, il a été souligné que dans certains petits pays de la zone euro, la plus forte demande intérieure avait principalement entraîné une accentuation de la hausse des importations. En outre, des facteurs structurels tels que la démographie ont également été considérés comme jouant un rôle dans l'explication des profils d'évolution de l'épargne nationale et du compte des transactions courantes.

Dans l'ensemble, la reprise économique dans la zone euro devrait se poursuivre à un rythme modéré mais régulier, tandis que les risques pesant sur les perspectives de croissance ont été perçus comme demeurant orientés à la baisse, principalement en liaison avec l'environnement extérieur.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont de nouveau insisté sur le fait que la politique monétaire à elle seule n'était pas suffisante pour que la reprise soit auto-entretenu, et que les autres domaines de politique économique devaient contribuer de manière beaucoup plus décisive au soutien de l'activité économique et de la croissance potentielle. Des réformes structurelles sont nécessaires dans l'ensemble des pays de la zone euro et leur mise en œuvre doit être nettement accélérée en vue de réduire le chômage structurel et de renforcer la croissance potentielle. Il convient de concentrer les efforts sur les mesures visant à accroître la productivité et à améliorer l'environnement des affaires, notamment à travers la mise en place d'infrastructures publiques adéquates. Un niveau plus élevé d'investissement public et privé est considéré comme important pour renforcer la croissance de la productivité. La mise en œuvre rapide et efficace de réformes structurelles se traduira non seulement par une croissance économique soutenable plus forte dans la zone euro mais augmentera également sa capacité de résistance face aux chocs extérieurs.

S'agissant de la politique budgétaire, les membres du Conseil ont souligné la nécessité de se conformer aux règles budgétaires de l'Union européenne et ont réitéré le caractère primordial d'une mise en œuvre intégrale et systématique du Pacte de stabilité et de croissance, dans le temps et à travers les pays, pour maintenir la confiance dans le cadre budgétaire, qui est de plus en plus remis en question. Des craintes ont été exprimées au sujet des récentes décisions prises à l'échelle européenne, qui mettent en doute le fonctionnement du Pacte. Dans le même temps, il a également été rappelé qu'une structure des politiques budgétaires favorisant davantage la croissance apporterait un soutien à la reprise économique, de même que l'utilisation de la marge budgétaire lorsqu'elle est disponible. Il a été souligné que la composition des dépenses publiques était au moins aussi importante que leur montant.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. L'inflation totale devrait commencer à augmenter dans les prochains mois, en raison d'effets de base à la hausse découlant des prix de l'énergie et avec les hypothèses de hausse des cours du pétrole intégrées dans la courbe des prix à terme. Sur l'horizon de projection, la remontée des taux d'inflation devrait se confirmer, soutenue par des mesures de politique monétaire de la BCE et en phase avec la reprise économique prévue. Ce diagnostic ressort des projections de septembre 2016 établies par les services de la

BCE, dans lesquelles la perspective d'évolution de l'IPCH est restée globalement inchangée par rapport aux projections de juin 2016 des services de l'Eurosystème.

Lors de la discussion des évolutions attendues de l'inflation, les membres du Conseil ont noté qu'aucune tendance à la hausse n'était encore clairement visible dans les mesures de l'inflation sous-jacente, qui est restée faible. Selon les dernières projections, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires et l'inflation totale devraient converger début 2017, à des taux légèrement supérieurs à 1 %. En ce qui concerne les perspectives d'une nouvelle hausse de l'inflation au-delà de cette période, il a été suggéré que la hausse des prix des services jouerait probablement un rôle important : en effet, les prix des produits manufacturés hors énergie continueraient vraisemblablement d'être affectés par la mondialisation et l'on pourrait donc s'attendre à ce qu'ils restent modérés. L'anticipation d'une accélération de la hausse des prix des services est soutenue par des données indiquant l'existence d'un lien entre les évolutions des prix des services et la croissance salariale et par les perspectives d'évolutions salariales plus dynamiques. Il serait donc important de continuer de suivre attentivement les évolutions des salaires. Dans ce contexte, il a été noté que les projections tablaient sur le caractère seulement progressif d'une nouvelle baisse du taux de chômage, de sorte que l'effet conjoncturel sur le marché du travail de la reprise actuelle de l'activité pourrait être sous-estimé.

Un certain nombre de remarques ont été formulées quant aux risques entourant la hausse de l'inflation prévue par les projections de septembre 2016. En particulier, il a été fait mention de la séquence passée de prévisions d'inflation trop élevées, considérée comme un risque à la baisse pour le scénario de référence. Des inquiétudes ont été exprimées selon lesquelles les modèles standard utilisés pour établir les prévisions d'inflation étaient généralement soumis au retour à la moyenne, et il a été noté que l'analyse des perspectives d'inflation en utilisant une série de courbes de Phillips suggérait que les projections pouvaient être considérées comme optimistes, bien que dans une fourchette plausible. Il a également été remarqué que l'inflation durablement faible de la zone euro pourrait commencer à affecter les anticipations et à rendre plus difficile pour les pays de restaurer leur compétitivité *via* l'ajustement relatif des prix et des salaires, et qu'elle pourrait également contribuer à une hausse des taux d'intérêt réels et à un accroissement de la charge réelle de la dette, pesant ainsi sur la croissance économique et sur les perspectives d'inflation.

Cependant, il a également été avancé qu'il existait de bonnes raisons de penser que les erreurs de projections passées relatives à l'inflation pourraient ne pas se répéter à l'avenir. L'impact des réformes du marché du travail, qui ont pu contenir les tensions sur les salaires dans le passé, s'estomperait au fil du temps et l'effet des rigidités nominales, qui ont évité de fortes corrections des salaires lors de la crise et entraîné un ajustement salarial sur une période plus longue, devrait également diminuer. De plus, un effet de composition a joué sur les salaires, lié à la création d'emplois dans des secteurs à faible productivité et à faibles salaires, ce qui ne devrait pas se poursuivre. Il a également été noté que les cours du pétrole étaient soumis à une volatilité considérable et qu'il n'était pas facile de prévoir à quel niveau ils se situeraient en 2018. D'après les prix des contrats à terme, les cours du pétrole en 2018 s'établiraient encore au-dessous de leur niveau de 2015. Il a donc pu être avancé qu'il existait un risque que les prix du pétrole soient plus élevés que

supposé dans les projections et que la hausse des prix de l'énergie puisse augmenter davantage qu'il n'est actuellement prévu.

Les membres du Conseil ont également débattu des évolutions récentes des anticipations d'inflation. Il a été souligné que les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme tirées d'enquêtes, comme l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, étaient globalement inchangées pour la période à un horizon de cinq ans, à 1,8 % environ. Cependant, alors que la moyenne des estimations ponctuelles était stable, l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels a également fait état d'une distribution de probabilité entourant les estimations ponctuelles, qui restait orientée à la baisse. Les anticipations d'inflation pour la zone euro extraites des instruments de marché ont de nouveau diminué depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans étant revenu à 1,3 % environ. Cela nécessite un suivi attentif.

Il a également été noté, cependant, que la probabilité de déflation n'avait pas augmenté et que les anticipations des marchés étaient affectées par des évolutions internationales autant que domestiques. Par ailleurs, on ne peut exclure qu'il y ait quelques légers effets positifs sur les anticipations de marché à long terme si l'inflation effective commençait à augmenter au cours des prochains mois.

Dans l'ensemble, un large consensus s'est dégagé sur le fait que l'inflation de la zone euro devrait augmenter au cours des mois à venir et que les perspectives d'inflation étaient globalement stables par rapport à la trajectoire ressortant des projections de juin 2016.

S'agissant de 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 d'augmenter à un rythme vigoureux en juillet 2016. Comme au cours des mois précédents, la croissance annuelle de M3 a été principalement soutenue par ses composantes les plus liquides et la dynamique des prêts a poursuivi son redressement progressif observé depuis le début de 2014.

Les membres du Conseil ont souligné que les effets des mesures de politique monétaire mises en place depuis juin 2014 ont continué de se diffuser, favorisant les conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages et, ainsi, les flux de crédits dans la zone euro. En particulier, la persistance de l'assouplissement des conditions de financement de marché, notamment les conditions de financement des banques, ainsi que les fortes tensions concurrentielles entre les prêteurs, ont contribué à une nouvelle baisse des taux débiteurs des banques, notamment à l'égard des petites et moyennes entreprises. Tandis que l'amélioration du canal du crédit s'est poursuivie, la dynamique des prêts bancaires est restée modérée dans l'ensemble en dépit du niveau élevé de l'assouplissement monétaire. Par conséquent, étant donné l'importance cruciale du système bancaire pour la transmission de la politique monétaire à l'économie au sens large, les évolutions du canal du crédit bancaire méritent toujours un suivi attentif, comme l'a souligné M. Praet dans son introduction.

Les difficultés structurelles actuelles liées aux bilans des banques et la faiblesse de la rentabilité continuent de constituer un risque pour la transmission de la politique monétaire et la poursuite de la reprise de la dynamique du crédit. Tandis que les bénéfices des banques ont été plus faibles au premier trimestre 2016 qu'au premier trimestre 2015 (lorsque les banques ont bénéficié des plus-values associées au lancement de

l'APP étendu), les revenus nets d'intérêt se sont encore relativement bien maintenus. Toutefois, des indications plus récentes ont souligné une nouvelle diminution des trois principaux postes de revenus, à savoir les revenus d'intérêt, les commissions hors intérêt et les revenus de négociation. Si cette évolution peut être attribuée, en partie, à l'environnement de taux d'intérêt bas, la baisse des bénéfices des banques est également imputable au provisionnement lié au niveau encore élevé de créances douteuses dans certains pans du secteur bancaire de la zone euro et à l'accroissement de la concurrence entre les banques. À l'avenir, les exigences réglementaires et prudentielles imposées aux banques au cours des prochains mois pourraient créer de nouvelles difficultés.

Dans le même temps, il est apparu important au Conseil des gouverneurs de contrer les perceptions erronées relatives aux implications défavorables pour le secteur bancaire de mesures réglementaires et d'actions prudentielles visant à assurer sa stabilité et la solidité de ses bilans. À cet égard, il est primordial de corriger les faiblesses structurelles qui subsistent dans le secteur bancaire de la zone euro, notamment là où le crédit bancaire devrait bénéficier d'une gestion efficace des créances douteuses. Un système bancaire plus sain devrait soutenir davantage la création de monnaie et de crédit et favoriser l'efficacité des mesures de politique monétaire adoptées. Dans ce contexte, il a également été souligné que la rentabilité des banques dépendait essentiellement de la poursuite du redressement de l'économie de la zone euro, qui favoriserait une hausse de la demande de crédit toujours atone.

Comme cela a déjà été noté lors de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, la persistance des mauvaises performances des cours des actions bancaires, qui reflètent également la baisse des anticipations de bénéfices, a maintenu le coût des fonds propres des banques à des niveaux élevés et pourrait représenter un avertissement quant à la croissance future des prêts. Bien qu'il semble exister une étroite corrélation entre la valorisation des actions bancaires et le taux de croissance du crédit total l'année suivante, il a cependant été considéré comme difficile d'établir un lien de causalité évident, dans la mesure où un certain nombre de facteurs liés à l'offre et à la demande ont été à l'œuvre pour déterminer les cours des actions bancaires et les crédits bancaires.

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 continuent de faire état de la résilience de l'économie de la zone euro face aux incertitudes mondiales et politiques. En conséquence, et sur la base de conditions de financement soutenant l'activité, le PIB en volume devrait croître à un rythme modéré mais régulier et l'inflation s'inscrire en hausse progressive dans la zone euro, en phase avec l'évolution déjà prévue par les projections de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème. Toutefois, des risques à la baisse demeurent et l'inflation sous-jacente n'affiche toujours pas de signes convaincants de redressement soutenu, ce qui nécessite de continuer à suivre attentivement les tendances des prix et l'évolution de l'économie et des marchés financiers.

Les membres du Conseil sont largement convenus qu'il n'était pas nécessaire de prendre des mesures lors de la présente réunion et qu'il convenait de continuer à s'attacher à la mise en œuvre intégrale des mesures de politique monétaire décidées jusqu'à présent. Il a donc été jugé important de confirmer l'engagement du Conseil des gouverneurs en ce qui concerne les achats mensuels d'actifs à hauteur de 80 milliards d'euros, qui devraient être réalisés jusque fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation en conformité avec son objectif.

Selon les membres du Conseil, le vaste ensemble de mesures adoptées continue de contribuer à des conditions de financement de marché et de financement bancaire favorables. En particulier, le CSPP et le TLTRO II récemment lancés ont encore fortement allégé les coûts de financement des sociétés non financières et des banques. De plus, la fragmentation du marché a, dans l'ensemble, nettement diminué, ce qui a contribué à améliorer la transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro. Il a été fait référence à la réduction en cours de la fourniture de liquidités d'urgence aux banques au titre de l'ELA (*Emergency Liquidity Assistance*) dans les pays vulnérables de la zone euro et à la poursuite du resserrement des écarts de rendement (*spreads*) entre les marchés du crédit de la zone. Néanmoins, il a été considéré que les différences constatées entre les pays en termes de *spreads* reflètent également des différences persistantes en matière de prime de risque spécifiques à chaque pays.

Si le niveau élevé d'assouplissement monétaire s'est rapidement reflété dans les conditions de marché, il ne s'est toutefois pas complètement diffusé aux variables finales telles que la croissance et l'inflation. Il a cependant été rappelé que les délais de transmission avec lesquels la politique monétaire se répercute, *via* les variables intermédiaires, à l'objectif ultime, doivent être pris en compte. De plus, au vu des déséquilibres qui se sont précédemment accumulés dans le secteur privé et dans le secteur public, ces délais devraient être plus longs qu'à l'accoutumée et les effets des mesures mises en œuvre par la BCE devraient mettre plus de temps à se faire pleinement sentir et à atteindre l'économie au sens large.

Dans l'ensemble, la confiance a été exprimée dans le fait que les mesures de politique monétaire continuent de fournir un soutien efficace à la reprise conjoncturelle et à la tendance à la hausse de l'inflation. Cela ressort également des projections de septembre 2016 établies par les services de la BCE, dans lesquelles il a été estimé que les mesures prises en décembre 2015 et en mars 2016 ont eu une incidence haussière cumulée de 0,6 point de pourcentage sur la croissance du PIB en volume et de 0,4 point de pourcentage sur l'inflation sur l'horizon de projection. Dans ce contexte, il a été souligné que l'évolution prévue de l'inflation dépend de conditions de financement exceptionnellement favorables, reflétant dans une large mesure la politique monétaire accommodante et les anticipations actuelles des marchés quant à la trajectoire future de la politique monétaire.

Dans ce contexte, et compte tenu de la persistance de risques à la baisse et d'incertitudes liées, en particulier, à l'environnement extérieur, un large consensus s'est dégagé sur le fait que les conditions de financement doivent rester favorables afin de conforter le redressement de la croissance et de l'inflation. Il est donc essentiel de préserver le degré très élevé de soutien monétaire intégré dans les projections de nos services tandis qu'il a également été souligné que le Conseil des gouverneurs ne doit pas être indûment influencé par

les anticipations actuelles des marchés et doit demeurer pleinement concentré sur son objectif de stabilité des prix à moyen terme.

Dans le même temps, les membres du Conseil ont réaffirmé leur engagement plein et entier à ramener sans tarder l'inflation à des niveaux compatibles avec l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs. S'il est nécessaire que le Conseil des gouverneurs maintienne le cap lors de la réunion en cours et laisse le temps aux mesures existantes de se faire pleinement sentir, il est cependant important de 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.

Les membres du Conseil ont également examiné les éventuelles difficultés à venir en ce qui concerne la fourniture de volumes suffisants d'obligations éligibles sur le marché dans le cadre de l'APP et il a été demandé aux comités compétents de l'Eurosystème de continuer à évaluer les options permettant de garantir une mise en œuvre sans heurt du programme.

Un large consensus s'est dégagé sur la nécessité de rassurer quant à la capacité de l'Eurosystème à garantir une mise en œuvre sans heurt de l'APP et à tenir son engagement selon lequel le programme se poursuivrait jusqu'en mars 2017 ou au-delà si nécessaire. Il a été souligné que le Conseil des gouverneurs pourrait ajuster les paramètres du programme à tout moment afin d'atteindre les montants prévus. Il ne doit exister aucun doute quant à la détermination du Conseil des gouverneurs à exécuter ses achats d'actifs conformément à ses précédentes décisions et à adopter des mesures supplémentaires, si nécessaire, afin de remplir son objectif de stabilité des prix.

Enfin, il a été fermement demandé aux décideurs européens d'accompagner les mesures de politique monétaire accommodante de la BCE par des politiques budgétaires et des réformes structurelles adéquates afin d'obtenir une croissance forte, durable et équilibrée conformément aux engagements du G20. La politique monétaire ne peut à elle seule conduire à une croissance durable, elle ne peut que gagner du temps pour mettre en œuvre des mesures dans d'autres domaines de politique économique. Pour que la politique monétaire extrêmement accommodante puisse faire sentir pleinement ses effets bénéfiques en faveur de la croissance et de l'inflation, les autres domaines de politique économique doivent apporter une contribution décisive.

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. Il convient de véhiculer la confiance dans l'efficacité des mesures de politique monétaire de la BCE et l'état de l'économie de la zone euro, sa résilience face à l'incertitude mondiale et le scénario de référence pour la croissance et l'inflation. Il est apparu important, au vu des incertitudes actuelles, de réaffirmer que le Conseil des gouverneurs suit très attentivement les évolutions économiques et des marchés financiers et qu'il est déterminé à préserver le degré très élevé d'assouplissement monétaire nécessaire pour assurer un retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Enfin, l'accent doit être mis sur la volonté, la capacité et la disponibilité du

Conseil des gouverneurs à agir, si nécessaire, pour atteindre son objectif en utilisant tous les instruments disponibles dans le cadre de son mandat.

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres, et sur proposition du président, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt inchangés à, respectivement, 0,00 %, 0,25 % et - 0,40 %.

Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir que les taux directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.

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 la trajectoire de l'inflation en conformité avec 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/is160908.fr.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160908.fr.html>

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 7-8 septembre 2016

Membres

M. Draghi, président
M. Constâncio, vice-président
M. Cœuré
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. Stourmaras
M. Vasiliauskas
M. Vella (*)
M. Villeroy de Galhau
M. Visco
M. Weidmann

(*) Membres ne disposant pas de droit de vote en septembre 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. Winkler, secrétaire adjoint pour la politique monétaire, conseiller de haut niveau, direction générale Questions économiques

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

Personnes accompagnantes

Mme Buch

M. Dolenc

M. Fagan

M. Gaiotti

M. Hernández de Cos

M. Kaasik

M. Kuodis

Mme Le Lorier

M. Mifsud

M. Mooslechner

M. Ramalho

M. Rutkaste

M. Schoder

M. Stavrou

M. Swank

M. Tavlás

M. Tóth

M. Välimäki

M. Wunsch

Autres membres du personnel de la BCE

Mme Graeff, directrice générale Communication

M. Smets, conseiller auprès du président

M. Bindseil, directeur général 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 17 novembre 2016.